

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Socioeconômico - CSE
Departamento de Economia e Relações Internacionais

FERNANDA RAPOZO

**ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS IMPACTOS DAS CRISES DE 1930 E 2008
NA ECONOMIA BRASILEIRA SOB A ÓTICA PÓS-KEYNESIANA**

Florianópolis, 2018

FERNANDA RAPOZO

**UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS IMPACTOS DAS CRISES DE 1930 E
2008 NA ECONOMIA BRASILEIRA SOB A ÓTICA PÓS-KEYNESIANA**

Monografia submetida ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Santa
Catarina, como requisito obrigatório para a
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Daniel Vasconcelos

Florianópolis, 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **(10,0)** à aluna Fernanda Rapozo na disciplina CNM 7107 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos
(Orientador).

Prof. Dr. Hoyêdo Nunes Lins.

Prof. Dr. Silvio Antônio Ferraz Cário.

AGRADECIMENTOS

Dedico este trabalho, primeiramente, à minha mãe. Minha querida mãe, difícil descrever o quanto você significa para mim. Olho para o passado e vejo como sua vida foi dedicada somente a família, renunciando aos próprios sonhos e planos pessoais. Tudo isso foi feito com muito sofrimento, dificuldade, mas, sobretudo, com muito amor. Como descrever alguém com tamanha dedicação, coragem, resiliência? Penso quantos papéis essa mulher desempenhou na vida, foi conciliadora, trabalhadora, provedora, mãe, amiga, esposa, chefe de família e tantas outras facetas infindáveis. Mãe, só posso declarar o meu reconhecimento por toda a dedicação e amor incondicional, colocando sempre, acima de todas as coisas, o amor e a harmonia. Agradeço também pela mulher de valores que você é, por tudo que pôde me ensinar – o respeito ao próximo, o não julgamento, a capacidade de se colocar no lugar dos outros, o saber compartilhar. Reconheço que é clichê e um pouco brega, mas você é a luz que iluminou meu caminho pela vida, e essa luz vai estar sempre viva dentro de mim, me dando forças para seguir em frente e para alcançar meus objetivos. Mãe, você é meu norte, meu porto seguro, meu amor infinito! Obrigada por acreditar em mim! Te amo!

Meus agradecimentos vão também para meus amigos de faculdade. Começo, é claro, pelo meu fiel amigo Eduardo Prado. Conheci o Edu na monitoria e a nossa amizade começou com a sua disposição em me ajudar a estudar para a prova de estatística. Desde então trocamos a sala de monitoria pelo bar do Silvinho. Eduzinho, muito obrigada por todo o apoio irrestrito no TCC, e pela amizade verdadeira que me deste! Outra grande amizade que a UFSC me proporcionou, Mariana Pedrazzi, a qual conheci no primeiro dia de aula, mais precisamente na aula de Contabilidade Social e que me deu a alegria de conhecer outra grande amiga, Alessandra Marinhuk. Mesmo recente, mas não menos especial, agradeço a Juliane Scheidt, que conheci na aula de Teoria dos Jogos e sofreu um bocado junto comigo.

Agora os agradecimentos aos meus amigos muito especiais de fora do curso, mas que me ajudaram muito, sempre me apoiando e acreditando em mim, são elas: Rafaela Lopes, Gabrielle Martins, Rita Ribeiro. Obrigada por não desistirem de mim! À Janaíse Machado, para mim, Janinha, obrigada por ser minha amiga, conselheira, ouvinte, parceira de bar (a melhor!), por ser essa mulher forte e militante que não aceita as injustiças e luta para um mundo melhor. Janaíse Machado é daquelas pessoas que fazem a diferença no mundo!

Por fim, agradeço a todos os professores com que tive a oportunidade, e muitas vezes, o privilégio, de ser discente. Agradeço, especialmente, ao professor Daniel Vasconcelos, que me despertou o interesse na área de economia pós-keynesiana e que ensinou este trabalho.

À UFSC, agradeço a oportunidade de ter cursado um ensino público e de qualidade, a qual, infelizmente, grande parte da população está alijada. Cursar uma universidade pública é uma experiência singular, aprendemos a conviver e respeitar a pluralidade de ideias, nos enriquecemos com o contato com as mais diversas culturas, do Brasil e de fora dele, percebemos que sabemos muito pouco sobre tudo, e que o aprendizado é infinito. Em resumo, evoluímos! A universidade, portanto, não se resume ao ensino acadêmico, mas também a nossa construção pessoal.

Espero que possa no futuro, como economista, retribuir a oportunidade que me foi dada, e que possa colaborar de alguma forma para a construção de uma sociedade mais justa e igualitária, embora os tempos atuais não sejam dos mais favoráveis a esse anseio.

RESUMO

O presente trabalho visa analisar comparativamente os efeitos da Grande Depressão (1930) e da crise hipotecária dos *subprimes* (2008) sobre o Brasil, destacando as políticas econômicas adotadas pelo país no enfrentamento das crises. Para tanto, utilizar-se-á o aparato teórico keynesiano e pós-keynesiano, a fim de explicitar a anatomia das crises de forma genérica, perpassando as crises financeiras de 1930 e 2008 e suas especificidades, bem como investigar as suas origens e seus efeitos globais. Por fim, será analisado a repercussão das referidas crises no Brasil, com ênfase na atuação do governo no seu enfrentamento, de forma a verificar se houve algum progresso na capacidade do país de se blindar diante das crises financeiras internacionais. O que se pôde observar é que o Brasil da crise de 2008 apresentava uma economia mais diversificada e mais resistente a choques externos, além de um sólido sistema financeiro público, que aliado a medidas de redução da pobreza que já estavam em curso, pôde dispor de mais instrumentos de enfrentamento da crise mundial, sem negligenciar o objetivo da redução da pobreza. O Brasil, em 1930, apresentava uma estrutura econômica caracterizada pelo setor agroexportador e dele dependente, constituindo-se, portanto, um limite à atuação das políticas econômicas.

Palavras-chave: Grande Depressão. Crise hipotecária dos *subprimes*. Teoria pós-keynesiana. Políticas do Brasil.

ABSTRACT

This paper aims to compare the effects of the Great Depression (1930) and the mortgage crisis of subprimes (2008) in Brazil, highlighting the economic policies adopted by the country during the crises. Thereunto, the Keynesian and post-Keynesian apparatus will be used to explain the anatomy of crises in a generic way, going through the financial crises of 1930 and 2008 and their specificities, as well as to investigate their origins and their effects globally. Finally, the repercussions of these crises in Brazil will be analyzed, with emphasis on the government's action in its confrontation, in order to verify if there has been any progress in the country's capacity to arm itself against international financial crises. What could be observed is that Brazil's crisis of 2008 had a more diversified and more resilient economy to external shocks, as well as a solid public financial system, which, together with the poverty reduction policies that were already under way, more instruments to cope the global crisis, without neglecting the goal of poverty reduction. Brazil, in 1930, had an economic structure characterized by the agro-export sector and dependent on it, constituting, therefore, a limit to the performance of its economic policies.

Keywords: Great Depression. Mortgage subprime crisis. Post Keynesian Theory. Policies of Brazil.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Dados Macroeconômicos Seleccionados (Julho 1929- Março 1933).....	36
Tabela 2: Principais componentes do Troubled Asset Relief Program – TARP (2010).....	52
Tabela 3: Taxa de crescimento dos gastos públicos nos Estados Unidos (2008-2010).....	53
Tabela 4: Estimativa de efeito do American Recovery and Reinvestment Act (ARA) no nível do PIB americano.....	54
Tabela 5: Brasil – Exportação e preços do café.....	58
Tabela 6: Brasil – Receitas e despesas do Conselho Nacional do café.....	61
Tabela 7: Café destruído no Brasil e a oferta mundial.....	62

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	11
1.2 OBJETIVOS	12
1.2.1 Objetivo geral	12
1.2.2 Objetivos específicos	12
1.3 JUSTIFICATIVA	12
1.4 METODOLOGIA	13
2 A CRISE DE 1930	15
2.1 CONTEXTO HISTÓRICO DA CRISE DE 1930	15
2.2 CAUSAS DA CRISE DE 1930	16
2.3 A POLÍTICA ECONÔMICA DE ROOSEVELT EM RESPOSTA À DEPRESSÃO DE 1930	20
2.4 UMA TEORIA DAS CRISES FINANCEIRAS: A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN MINSKY	23
2.5 A VISÃO DE KINDLEBERGER SOBRE AS CRISES FINANCEIRAS	27
2.5.1 Propagação Internacional	29
2.5.3 A expansão do crédito	32
2.6 A CRISE SOB UM PRISMA ORTODOXO: ANÁLISE DE BEN BERNANKE ACERCA DA CRISE DE 1930	33
2.6.1 O Efeito da Crise no Custo da Intermediação de Crédito	33
2.6.2 Efeito da crise bancária no CCI	35
2.6.3 O efeito das falências no CCI: O impacto do aumento das inadimplências e falências durante esse período sobre o custo da intermediação de crédito	38
2.7 A ANÁLISE DE FRIEDMAN E SCHWARTZ SOBRE A GRANDE DEPRESSÃO	39
3 A CRISE DE 2008	42
3.1 CONTEXTO DA CRISE DE 2008	42
3.2 CAUSAS DA CRISE DE 2008	44
3.3 EFEITOS DA CRISE DE 2008	47
3.4 POLÍTICA DE INTERVENÇÃO PÚBLICA APÓS A CRISE NOS ESTADOS UNIDOS	50
4 ANÁLISE DAS CRISES DE 1930 E DE 2008 NA PERSPECTIVA BRASILEIRA	55
4.1 REPERCUSSÃO DA CRISE DE 1930 NO BRASIL	55
4.1.1 Contexto Histórico	55
4.1.2 Políticas de defesa e a Crise de 1930	57
4.1.3 A política cafeeira diante da crise de 1930	59
4.1.4 Consequências da política cafeeira no Brasil	63
4.2 REPERCUSSÃO DA CRISE DE 2008 NO BRASIL	64

4.2.1 Efeitos da crise de 2008 no Brasil.....	64
4.2.2 A Crise Financeira Brasileira: Uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira de Minsky 67	
4.2.3 A resposta do Brasil diante da crise de 2008.....	69
4.2.4 A importância dos bancos públicos diante dos efeitos da crise de 2008 no Brasil.....	72
4.3 ANÁLISE COMPARATIVA DAS CRISES DE 1930 E 2008 NO CASO DO BRASIL	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	77
6 REFERÊNCIAS	79

1 INTRODUÇÃO

1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

O presente trabalho visa analisar as implicações das crises financeiras de 1930 e 2008 na economia brasileira, à luz da teoria pós-keynesiana. Para esse objetivo, parte-se do pressuposto de que os agentes tomam suas decisões de investimento em um ambiente de incerteza, que influenciam suas escolhas entre manter ativos líquidos, poupar ou investir. Considera-se também que o capitalismo é um sistema econômico inerentemente instável e que apresenta uma natureza cíclica de crescimento-auge-crise-depressão.

Segundo a perspectiva teórica keynesiana, os mercados (sobretudo os mercados financeiros) livres e desregulamentados tendem a gerar instabilidade e crises, resultando no que Minsky (2013) descreve como o processo de financeirização na economia, no qual as crises são formadas endogenamente ao sistema e há uma relação muito forte entre o lado financeiro e produtivo, sendo as crises formadas primeiro no lado financeiro e posteriormente no lado real.

A visão keynesiana afirma que as crises financeiras são as provas reais da natureza instável da economia capitalista e que, na contramão da teoria neoclássica, o mercado não se regula automaticamente ao nível da demanda efetiva capaz de manter a economia no pleno emprego, gerando assim desemprego involuntário. Keynes (1892) afirma que a economia capitalista ostenta um caráter cíclico e apresenta políticas de resgate para as crises. Dado que as crises financeiras possuem contornos similares, a saber, especulação, auge e declínio, poder-se-á estabelecer pontos em comum entre ambas. É o que pretende o presente trabalho, adentrar na discussão e na compreensão da instabilidade financeira e sua repercussão no Brasil sob a perspectiva pós-keynesiana (ROUBINI, MIHM, 2010)

A crise financeira de 1930, que eclodiu com o crash da bolsa de Nova York, se deveu a euforia irracional sobre os ativos financeiros, somado a falta de regulamentação financeira, resultando na recessão da atividade econômica e um consequente aumento nas taxas de desemprego (GALBRAITH, 1988).

De modo semelhante, a crise financeira de 2008 é uma crise das finanças globais desregulamentadas, que faz com que uma crise em um segmento específico do sistema financeiro norte-americano acabe se propagando pelo mundo. A crise de 2008, que iniciou-se no mercado de hipotecas *subprime*, surgiu da deterioração no estado de expectativas de firmas e bancos gera o temor de uma forte desaceleração, justamente quando a economia brasileira

vinha passando por um de seus mais longos ciclos de crescimento dos últimos 28 anos (PAULA; FERRARI, 2013).

É consoante a essa análise que se impõe o problema de pesquisa, comparar os impactos das crises econômicas e financeiras de 1930 e 2008 na economia brasileira, buscando verificar se houve um avanço nas medidas brasileiras para combate aos impactos das crises financeiras.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O presente trabalho busca, sob a luz da teoria pós-keynesiana, analisar comparativamente os impactos das crises financeiras de 1930 e 2008 sobre a economia brasileira, evidenciando as principais políticas adotadas pelos governos no período diante dos impactos de ambas as crises.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Contextualizar a crise de 1930 evidenciando as suas causas, efeitos e diferentes perspectivas teóricas.
- b) Contextualizar a crise de 2008 analisando os motivos que deflagraram a referida crise e suas consequências.
- c) Análise comparativa das crises de 1930 e de 2008 pela perspectiva brasileira.
- d) Verificar se houve um avanço nas políticas adotadas pelos governos do Brasil no combate aos impactos das crises financeiras.

1.3 JUSTIFICATIVA

Dada a profundidade e o alcance que as crises financeiras de 1930 e 2008, a discussão acerca da natureza dessas crises e de sua repercussão no cenário mundial tem relevância. Sob uma perspectiva keynesiana, os mercados, em especial os financeiros, livres e desregulamentados estão sujeitos a episódios recorrentes de especulação, esses episódios, tornaram-se ao longo de anos e dos séculos, parte da história (GALBRAITH, 1998). A tendência é que esses mercados converjam para uma situação de instabilidade e crises. Assim, faz-se necessário estabelecer as similaridades de cada crise e entender sua dinâmica, buscando compreender como um novo episódio especulativo de grande proporção voltou a ocorrer depois

de 1930. Ambas as crises financeiras ocorreram em períodos de prosperidade, envoltas num ambiente generalizado de confiança e otimismo, cenário essencial para que se ocorra um *boom* e que se crie as condições para a especulação. *Booms* e quebras estão conectados internacionalmente, o Brasil, portanto, não saiu imune aos seus impactos, daí a importância de investigar como a economia brasileira foi afetada e as estratégias adotadas pelo país no enfrentamento de ambas as crises. Os impactos que derivam da crise incidem no campo econômico e social, colocando em dúvida os propalados benefícios do processo de globalização, já questionáveis nos períodos de prosperidade, sobretudo nos países emergentes, e que ganham mais atenção nesse contexto de crises globais.

1.4 METODOLOGIA

O trabalho está concentrado no estudo dos impactos das crises financeiras de 1930 e 2008 sobre a economia brasileira, baseado num arcabouço teórico pós keynesiano, buscando analisa-os comparativamente. Considerados esses aspectos, o presente estudo se insere na área de conhecimento conhecida como ciências sociais aplicadas.

A pesquisa, no que tange aos objetivos gerais, pode ser classificada principalmente como uma pesquisa exploratória descritiva, dado que de acordo com Gil (2010, p. 27) esse tipo de pesquisa tenta se aprofundar sobre o tema pré-estipulado e levantar algumas hipóteses. Nesse tocante, o estudo tentará se aprofundar no tema das crises financeiras e tentar entender melhor os impactos da crise de 1930 e 2008 sobre a economia brasileira, levantando hipóteses e indagações sobre o modo como os governos lidaram com essa crise. Ela também pode ser classificada como descritiva, de acordo com Gil (2010), dado que será descrito de maneira objetiva tanto a crise de 1930, quanto a crise de 2008, e principalmente as medidas adotadas pelo governo diante destes eventos.

Quanto aos métodos empregados, poder-se-á colocar o estudo basicamente como bibliográfico, dado que serão usados de livros, artigos, teses, monografias, de forma a alcançar uma melhor compreensão sobre a temática das crises financeiras e sobre seus impactos no Brasil. Quanto ao método, a pesquisa pode ser classificada como qualitativa, tentando demonstrar a teoria da literatura com os acontecimentos brasileiros da época pré-estipulada (GIL, 2010, p. 31). Em resumo, em relação aos procedimentos técnicos utilizados, de acordo com Silva e Menezes (2000), consistem na pesquisa bibliográfica por meio levantamento de dados encontrados em uma diversa gama de livros, periódicos, artigos, teses de doutorado, dissertações de mestrado e materiais extraídos de sites.

O trabalho será dividido em quatro seções principais, sendo a primeira composta pelo tema e problema, objetivos, justificativa e metodologia. A segunda seção abordará a crise de 1930, suas causas e efeitos, expondo os pensamentos econômicos acerca da citada crise sob o prisma heterodoxo, bem como sob o ortodoxo. A terceira sessão tratará da crise de 2008, evidenciando suas origens e consequências. No quarto capítulo, buscar-se-á tecer uma análise comparativa entre os impactos das crises de 1930 e 2008 sobre a economia brasileira, descrevendo como os governos do Brasil reagiram aos efeitos de ambas crises, com o objetivo de verificar se houve evolução na capacidade do país de combatê-los.

O quinto capítulo consiste na conclusão do trabalho, no qual serão feitas indagações sobre seus resultados, no afã de responder as perguntas levantadas inicialmente, concernentes ao tema e problema e aos objetivos específicos.

2 A CRISE DE 1930

2.1 CONTEXTO HISTÓRICO DA CRISE DE 1930

Na década de 1920, nos Estados Unidos, a economia era próspera e ostentava altos níveis de produção e emprego que permaneciam em constante crescimento. Os salários não apresentavam crescimento substancial, mas os preços mostravam-se estáveis. Apesar da parcela da população em situação de pobreza, o número de pessoas prósperas, abastadas ou ricas era bastante alto e nunca havia se verificado em períodos precedentes (GALBRAITH, 1988; 1989; 1992).

A economia norte-americana mostrava-se vigorosa. De 1925 a 1929 houve expansão de estabelecimentos industriais, com um salto de 183.900 para 206.700; o valor da produção daquelas empresas subiu de US\$ 60,8 bilhões para 68 bilhões. O Índice do Federal Reserve para a produção industrial elevou-se de 67 em 1921 para 126 em 1929. A elevação do lucro empresarial sinalizava o bom momento para os negócios. Nesse contexto de prosperidade que Calvin Coolidge, presidente dos Estados Unidos à época, proferiu a seguinte declaração “o cenário nacional é de tranquilidade e satisfação, além de registrar o recorde absoluto de anos de prosperidade” e que se podia “olhar o presente com satisfação e aguardar o futuro com otimismo” (GALBRAITH, 1988).

Destarte, o *boom* da Bolsa de Nova Iorque – oriundo da política monetária expansionista, da estrutura financeira e bancária norte-americana e dos fatores psicossociológicos que condicionavam o comportamento do público norte-americano – veio a ser essencialmente especulativo (KINDLEBERGER E ALIBER, 2013; GALBRAITH, 1988; 1992). Galbraith assevera que

[...] em certo ponto do crescimento do *boom*, todos os aspectos da posse legal de um bem tornam-se irrelevantes, exceto a perspectiva de elevação imediata no preço. A renda proporcionada pelos bens ou fruição do seu uso, ou mesmo seu valor a longo prazo, tudo passa a ser teórico; [...] a única recompensa de interesse que a posse proporciona ao proprietário na época do *boom* provém da elevação do valor. (Galbraith, 1988, p. 17 e 18).

As negociações a termo foram um dos dispositivos engendrados pelo mercado acionário que fomentaram a atividade especulativa. Na bolsa de valores, o comprador a termo goza de direito absoluto sobre a propriedade, porém é desonerado de levantar o valor da compra, deixando às corretoras os títulos como garantia do empréstimo. O comprador dispõe de todas as vantagens da elevação da cotação, e adquire, ainda, os direitos provenientes dos títulos que

compra. Contudo, no período em questão, os rendimentos dos títulos eram majoritariamente inferiores aos dos juros do empréstimo (GALBRAITH, 1988).

Na década de 1920 as corretoras concederam um montante vultoso de empréstimos - cuja garantia eram os títulos adquiridos a termo - que refletem a dimensão da especulação à época. No início da década o volume de empréstimos adquiridos pelas corretoras variou de US\$ 1,0 bilhão para US\$ 1,5 bilhão (valores da época). Em 1926 o volume alcançaria US\$ 2,5 bilhões de dólares. Em meados de 1927 registrou-se um aumento de aproximadamente um bilhão de dólares, fechando o ano na marca dos US\$ 3,5 bilhões. Ao final de 1929 os empréstimos às corretoras beiraram os US\$ 6 bilhões (GALBRAITH, 1988). Havia uma demanda massiva por ações a termo, formada por pessoas que queriam usufruir da elevação dos preços sem arcar com o ônus da posse, que ficava a cargo dos bancos nova-iorquinos. Os bancos de Nova Iorque logo tornaram-se agentes emprestadores, tanto no mercado interno como no externo.

A expansão do processo especulativo envolvendo valores mobiliários pode ser explicado pela relativa segurança dos empréstimos que o alimentam. Estão protegidos pelas ações e, portanto, dotados de liquidez. No início de 1928, esses investimentos isentos de risco, com liquidez e segurança, apresentavam rendimento na casa de 5%, excelente para empréstimos garantidos. Contudo, a taxa subiu para 12% no final de 1929, ainda com garantia total, causando uma afluência de recursos para Wall Street, destinados a ajudar o público norte-americano na aquisição de ações ordinárias a termo. As taxas eram tão atraentes que até as empresas começaram a emprestar fundos excedentes para Wall Street. Privilegiou-se, desta forma, o financiamento especulativo em detrimento da atividade produtiva. Os bancos de Nova Iorque também auferiram seu quinhão, ao levantar empréstimos a 5% do Fed e reemprestá-los no mercado a 12% (GALBRAITH, 1988).

Embora a euforia da onda especulativa evidenciada no ano de 1929, o *boom* no mercado mobiliário feneceria, haja vista que se fundou em ampla criação de capital fictício. Desta forma, quando as expectativas de curto prazo sobre a elevação contínua do valor da cotação das ações ordinárias sofressem algum abalo, haveria a venda de papéis em volumes cada vez maiores. As cotações começariam a declinar e o pânico se espalharia.¹

2.2 CAUSAS DA CRISE DE 1930

¹ Esse tipo de fenômeno foi bem descrito e analisado por Fisher (1932; 1933), um dos economistas que manifestaram grande otimismo pelas condições de funcionamento dos mercados financeiros pré-1929, havendo ele mesmo perdido uma fortuna durante a crise.

O processo especulativo evidenciado no mercado acionário prenunciava o colapso que adviria, visto que, cedo ou tarde, a confiança a curto prazo do aumento contínuo do valor das ações ordinárias poderia ser abalada. Pessoas venderiam seus papéis, provocando uma guinada na trajetória até então ascendente. Com as cotações em declínio, haveria a corrida para desfazer-se de seus papéis o mais rápido possível (FISHER, 1932; 1933). Esse foi o desfecho dos excessos especulativos de 1929.

Conforme assinalado por Galbraith (1988), das causas apontadas para a grande “orgia especulativa”, a facilidade do crédito pode ser rechaçada. Essa explicação dispõe que o crédito fácil levou muita gente a tomar empréstimos para adquirir ações ordinárias a termo. Contudo é sabido que em outros períodos a facilidade de crédito não redundou em especulação. Além disso, nos anos de 1928 e 1929, o movimento especulativo amparou-se em empréstimos a juros que seriam considerados elevados em quaisquer outros períodos. Em suma, o crédito não era fácil na década de 1920.

O fator que merece maior destaque, nesse sentido, é a disposição de ânimo das pessoas. A especulação ganha vastas proporções quando há um ambiente generalizado de confiança, de otimismo e da certeza do enriquecimento. Esse cenário de confiança é essencial para que aconteça o *boom* (Fisher, 1932). Aliado a isso, deve haver poupança abundante. A disposição ao risco aumenta quando a poupança cresce com rapidez, pois se atribui um valor marginal mais baixo a sua acumulação e tem-se expectativas de auferir grandes rendimentos. A especulação, portanto, é mais propensa a ocorrer após períodos de prosperidade do que nas fases de recuperação de uma depressão (GALBRAITH, 1988; MINSKY, 2010; MINSKY, 2011).

Segundo Galbraith (1988), uma das causas plausíveis para a depressão na década de 1920 está o arrefecimento da atividade econômica em 1929. A trajetória declinante da atividade industrial e da produção fabril após junho deste ano, e que teve seu ponto crítico a partir de outubro, pode ser explicado pelo fato de a produção excedeu a procura de consumidores e investidores, visto que havia expectativas positivas ensejadas pelos bons tempos. Isso teria levado os comerciantes a calcularem mal as expectativas de procura, montando estoques superiores às suas necessidades. Como consequência, as compras se reduziram e provocaria uma contração na produção. Em suma, uma recessão de estoques.

Galbraith (1988) aponta ainda outra explicação para o declínio da produção, que residiria no fato de que, no decorrer da década de 1920, houve uma elevação do lucro empresarial, fruto do aumento da produção e da produtividade do trabalhador, num contexto

em que os preços não se modificaram. Esses lucros incentivaram um elevado grau de investimento de capitais: o crescimento médio da produção de bens de capital no ano foi de 6,4%, enquanto que a produção de bens de consumo não duráveis, isto é, bens de consumo em massa como alimentos e vestuário, cresceu apenas 2,8% ao ano. Percebe-se que os lucros gerados pelas empresas estavam sendo aplicados basicamente em ativos fixos, em volumes cada vez maiores. A interrupção deste fluxo de investimentos ou da progressão de seu ritmo poderia resultar na queda da procura total, refletida na redução das encomendas e da produção. A insuficiência de investimento pode ser atribuída a elevação das taxas de juros. Outra possibilidade, embora menos provável, é que a economia tenha sido contaminada por algum setor fraco.

É importante esclarecer que, como ressalta a literatura (Galbraith, 1988, 1989 e 1992; Kindleberger e Aliber, 2013) até perto de 1929 a recessão da atividade econômica que se experimentou era moderada, e o subemprego relativamente baixo. Em outras ocasiões a economia passou por situações parecidas, como em 1924, 1927, e 1949. Contudo, diferentemente desses outros episódios, no ano de 1929, a recessão não cessou, desdobrando-se em uma grave crise.

Galbraith (1988) indica cinco pontos fracos que podem ter relação com esse quadro recessivo grave.

1) *A má distribuição da renda.* Os 5% da população que dispunham dos rendimentos mais altos concentraram um terço da renda pessoal total; essa parcela foi o dobro da verificada no período imediatamente posterior a Segunda Guerra Mundial. A economia, portanto, dependia de um grande volume de investimentos ou de grandes gastos com artigos de luxo, que são mais sujeitos a instabilidades e flutuações do que os bens de consumo em massa do trabalho de baixa renda.

2) *A má estrutura das empresas.* A enorme e nova estrutura das *holding companies* e consórcio de investimento expunha as empresas ao perigo da alavancagem reversa sobre os dividendos das empresas operatrizes que, principalmente, sustentavam o pagamento de juro sobre as debentures das *holding companies* superiores. Portanto, a interrupção do pagamento de dividendos significava uma ameaça à liquidez das debêntures, a falência e a ruína de toda a estrutura. Fica claro a tentação de reduzir os investimentos nas unidades produtoras para preservar os dividendos. Dessa forma as pressões deflacionárias acentuavam-se, reduziam os lucros e contribuíam para a dissolução da estrutura empresarial.

3) *A má estrutura bancária.* A grande quantidade de unidades bancárias independentes fazia com que a falência de um banco se propagasse para outros bancos, isso porque a percepção do congelamento dos ativos em um banco levava, por impulso sugestivo, os depositantes de outros bancos a sacarem seu dinheiro (o processo conhecido como *corridas bancárias*). Num contexto de declínio da renda, do emprego e das cotações por força de alguma depressão, as falências poderiam alastrar-se de forma generalizada. Foi o que ocorreu depois de 1929.

4) *O estado dúbio do superávit externo.* Passada a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos assumiram a posição de credores na contabilização internacional. O país mantinha o balanço favorável, com as exportações superando as importações. Contudo, os países que compravam mais do que vendiam tinham de cobrir o déficit das suas transações com os Estados Unidos. A cobertura era feita com dinheiro – pagamentos em ouro- ou mediante novos empréstimos privados norte-americanos. Os empréstimos eram concedidos principalmente para governos, grande parte canalizado para a Alemanha, América Central e América do Sul. As avaliações para a concessão de empréstimos não eram rígidas, pelo contrário, negligenciavam as potenciais desvantagens ao credor. A fragilidade dessas operações, seguidas de empréstimos não honrados, obrigou os Estados Unidos a reverem sua posição econômica. Os países devedores já não eram capazes de liquidar seu déficit comercial com novos pagamentos. Dessa forma as dívidas não foram honradas, resultando numa queda substancial das exportações norte-americanas.

5) *A triste situação da inteligência econômica.* Esse é um ponto claro na argumentação de Galbraith (1988; mas também em Galbraith, 1992). Após o colapso do mercado acionário, a miríade dos conselhos econômicos avalizados eram medidas que pioravam a situação. A busca por um orçamento equilibrado, por meio da elevação de impostos ou redução de despesas, embora tivesse a anuência tanto do Partido Republicano quanto do Partido Democrata, não foi alcançado. O desemprego em massa, principalmente, frustrou o alcance desse objetivo. Outro tormento era a expulsão do padrão ouro e o risco de inflação. Até 1932, as reservas de ouro norte-americanas haviam crescido acentuadamente e o país vivia uma violenta deflação, mas os assessores e conselheiros não estavam preocupados com a possibilidade de uma explosão dos preços. O temor da inflação apontava para a necessidade de um orçamento equilibrado, bem como militava a favor da baixa nas taxas de juros, crédito abundante e facilitação da tomada de empréstimos. A opção de desvalorização da moeda não era cogitada pois

estava em desacordo com o padrão ouro. A rejeição da política fiscal (impostos e dispêndios) e monetária significou a rejeição de toda a política econômica afirmativa do Governo. Os conselheiros eram dotados tanto da unanimidade como da autoridade para forçar os líderes dos dois partidos a condenar todas as medidas disponíveis para deter a deflação e a depressão, mas não o fizeram.

O Crash do mercado acionário em 1929 foi sucedido pela Grande Depressão, e seus efeitos vigoraram durante os dez anos subsequentes. O retrato da situação calamitosa foi a queda drástica do Produto Nacional Bruto, que em 1933 reduziu-se a pouco mais de dois terços do de 1929 e o aumento estrondoso do desemprego, que atingiu treze milhões de pessoas, ou seja, quase um quarto da força de trabalho do país (GALBRAITH, 1988; KINDLEBERGER E ALIBER, 2013; HOBBSAWN, 1995).

2.3 A POLÍTICA ECONÔMICA DE ROOSEVELT EM RESPOSTA À DEPRESSÃO DE 1930

Sob o contexto de uma severa depressão iniciada ao final de 1929, o então Presidente republicano Herbert Hoover (1929-1933) não obteve sucesso no combate a Grande Depressão. Em meio a grave crise econômica, num cenário de medo e descontentamento, acontecia a campanha presidencial norte-americana. Diante da insatisfação popular com a gestão do governo Hoover, o candidato Franklin Delano Roosevelt (1933-1941) foi eleito presidente. Roosevelt assumiu a presidência no dia 4 de março de 1933, e trouxe consigo o *New Deal*, um programa de reformas sociais e econômicas anunciados em sua campanha eleitoral (Hobsbawn, 1995; Gerdes, 2002).

O *New Deal* representou um programa econômico que visava essencialmente combater os efeitos da Grande Depressão, designando ao Estado, através da intervenção estatal no processo produtivo, o papel de empresário. O *New Deal* compreendia uma ampla gama de ações do governo, que incluía um audacioso plano de obras públicas, com o objetivo de alcançar o pleno emprego e regular a então destroçada economia norte-americana. A abolição do padrão ouro e a desvalorização do dólar foram medidas propugnadas pelo governo Roosevelt com vistas a favorecer as exportações. No que tange a distribuição de renda, foi implementado uma política de impostos progressivos sobre as grandes rendas. Em relação aos trabalhadores assalariados, foi estabelecida uma jornada máxima de trabalho, que teve como efeito a redução

da carga horária sem incorrer na redução salarial. Os sindicatos, mais fortalecidos, puderam negociar salários e pleitear benefícios, garantindo o direito a um seguro social financiado pelos empregadores. Os programas de casas populares contribuíram para a abertura de novos postos de emprego. O fomento da produção se deu também com abolição da lei seca, que veio a incentivar a produção de vinho e cerveja, e pela prática do governo de assumir as dívidas de pequenos agricultores e conceder créditos e prêmios para aqueles que se adequassem as novas políticas (GALBRAITH, 1989; KINDLEBERGER E ALIBER, 2013; HOBSBAWN, 1995). O *New Deal* pode ser dividido em duas etapas, O Primeiro e o Segundo *New Deal*. A primeira etapa transcorreu de 1933 a 1934, foi o período de experimentação em que foram sancionadas pelo Congresso uma série de medidas proposta pelo Presidente Roosevelt. O Segundo *New Deal* ocorreu de 1935 a 1941, esta etapa é marcada pela implementação de políticas de reformas sociais e grandes obras públicas.

No início do governo Roosevelt, os Estados Unidos vivenciavam a terceira ondas de falências bancárias. Foi nesse contexto que Roosevelt decretou o feriado bancário nacional, de 6 a 13 de março de 1933. Após o recesso bancário, o Congresso norte-americano aprovou a *Emergency Banking Act*, que proibiu a exportação de ouro e que permitiu o governo fechar os bancos insolventes e abrir apenas os bancos em condições de solvência. Outra importante medida foi adotada, a *Securities Act*, que se referia a regulamentação da compra e venda de ações, com vistas a limitar o abuso na bolsa de valores. A implementação dessas medidas restaurou a credibilidade no sistema bancário, estimulando a recomposição dos depósitos em relação aos saques (MAZZUCHELLI, 2009).

Em junho de 1933, foi promulgada uma medida que determinava a separação dos bancos comerciais dos bancos de investimento e a instituição do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que visava a garantia dos depósitos bancários e o restabelecimento da confiança do público nos bancos. A regulamentação dos sistemas financeiros e bancários reduziram as falências bancárias (MAZZUCHELLI, 2009).

Vale destacar o papel do governo no aumento dos preços agrícolas, através da criação do *Agricultural Adjustment Act*, programa que consistiu na compra da colheita pelo governo com o objetivo de eliminar o excesso de oferta do mercado. A ação do governo permitiu que os agricultores adquirissem novas terras e incorporassem novas tecnologias, o que significou um aumento da produtividade e consequente expansão da oferta (MAZZUCHELLI, 2009).

O fim da I Guerra Mundial rompeu a dependência agrícola europeia, fazendo com que o governo instituisse um plano de regulação da competição doméstica, o *National Industrial Recovery Act* (NIRA), na tentativa de aumentar os preços e estimular a recuperação econômica.

De acordo com a NIRA, caberia ao governo disciplinar a concorrência industrial por meio do controle de preços, fixação da margem de lucro e orientação dos investimentos, ou seja, ficaria a cargo do governo a administração racional e eficiente da alocação dos recursos privados. Objetivava-se, dessa forma, combater a deflação de preços (MAZZUCHELLI, 2009).

No período do segundo *New Deal*, políticas de aumento dos salários e do emprego foram estabelecidas através da instituição de salários mínimos e redução da jornada de trabalho. Os direitos trabalhistas foram ampliados, conferindo ampla liberdade de organização e negociação dos sindicatos. O programa *Social Security* estabeleceu um sistema de aposentadorias e seguro desemprego, financiados por um fundo de salários, sem participação do Tesouro. Programas emergenciais para empregar a parcela que não conseguiam espaço no setor privado foram implementados, de forma a promover a recuperação econômica e a abertura de empregos. O governo participou também da coordenação e financiamento de obras públicas de grande porte, com a criação da agência *Public Works Administration* (MAZZUCHELLI, 2009).² O Estado, atuando de maneira direta por meio da criação e incentivo de abertura de novas fábricas, pôde ampliar a geração de emprego, e ao fixar um salário mínimo ao trabalhador, estimular o consumo e, por conseguinte, um aumento da demanda agregada (MADUREIRA 2011; também MINSKY, 2010).

O fortalecimento conferido aos sindicatos permitiu que os trabalhadores conquistassem aumentos salariais, fomentando o consumo. O seguro desemprego foi uma política que também contribuiu para a expansão da demanda agregada. Esse conjunto de medidas gerou um aumento do consumo interno do país, concomitante ao aumento do consumo externo, impulsionado pelas medidas de fomento às exportações. Ambos os aumentos dos consumos, interno e externo, culminou no aumento da produção, que demandou mais trabalhadores e colaborou para redução do desemprego (MADUREIRA 2011).

Diante do exposto, é possível visualizar que a implementação do *New Deal*, sob a liderança do presidente Roosevelt, constituiu uma nova visão administrativa do governo norte-americano. A ampla gama de medidas instituídas no apoio e regulamentação dos sistemas bancário e financeiro, medidas de resgate e fomento do setor agrícola, políticas de apoio a recuperação da industrial e desenvolvimento regional, criação de empregos, garantias trabalhistas, redução do endividamento das famílias e medidas associadas ao abandono do

² É curioso observar que o economista Hyman P. Minsky, que viveu esse período, foi ele próprio um beneficiário da política de *Public Works*. Os efeitos das políticas anticíclicas do *New Deal* foram marcantes na sua formação, e influenciaram fortemente a sua abordagem de governos operando de forma mais ativa para combater a pobreza através de empregos, mais do que por meio de outras políticas (Minsky, 2010).

padrão ouro marcaram o novo governo (MAZZUCHELLI, 2009; MADUREIRA, 2011; MINSKY, 2010).

2.4 UMA TEORIA DAS CRISES FINANCEIRAS: A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN MINSKY

Minsky formulou uma teoria que trata dessa dinâmica de *booms* e depressões sistêmicas, com base na teoria de Keynes (1936), Schumpeter (1939) e Fisher (1932; 1933). A hipótese de instabilidade financeira trata-se de uma interpretação da teoria de ciclos econômicos da obra de Keynes (1936), a “Teoria Geral”, uma vez que tal obra foi escrita em meio ao desenrolar da crise nos anos de 1930. A importância do sistema financeiro e das instituições, bem como os aspectos ligados a inovações no sistema financeiro denotam a importância da contribuição de Joseph Schumpeter na obra de Minsky. Mas foi em Fisher e na descrição dos processos de deflação de débitos que a hipótese minskyana de fragilidade financeira sistêmica encontrou o elemento que faltava.

Sob o prisma da hipótese da instabilidade financeira, a economia capitalista é caracterizada pela posse de ativos de capital e por um complexo e sofisticado sistema financeiro. Segundo Keynes, o problema econômico refere-se ao “desenvolvimento do capital da economia”, que é marcado por trocas de dinheiro presente por expectativas de dinheiro futuro, num futuro marcadamente incerto. Ao passo que o dinheiro presente financia a produção de bens de investimentos, o dinheiro futuro se trata dos lucros que as empresas que possuem ativos de capital esperam receber, na forma de fluxos de caixa esperados (*cash flows*), à medida que os bens de capital são utilizados na produção e a produção é bem sucedida no que diz respeito à sua demanda.

Elemento ausente na teoria de Keynes, Minsky aponta que o controle das unidades produtivas sobre os itens que constituem o estoque de capital é financiado pela emissão de obrigações financeiras (passivos que são emitidos para a aquisição de ativos), e que “For each economic unit, the liabilities on its balance sheet determine a time series of prior payment commitments, evens as the assets generate a time series of conjecture cash receipts” (MINSKY, 1992, p. 2 e 3).

Essa estrutura de financiamento do investimento foi descrita por Keynes (1972, p. 3):

There is a multitude of real assets in the world which constitutes our capital wealth [...] The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money (ênfase de Keynes) in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on Money. A

considerable part of this financing takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its borrowing customers to whom it loans money wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is an especially marked characteristic of the modern world.

O véu monetário a que Keynes se refere concerne ao financiamento de bens de capital ao longo do tempo, que em parte é estruturado como compromissos de pagamentos datados, no qual os bancos representam os jogadores centrais. Os fluxos de dinheiro iniciam dos depositantes aos bancos e dos bancos as firmas, para num momento futuro, seguirem das empresas aos bancos e dos bancos aos seus depositantes. Num primeiro momento, as trocas estão ligadas ao financiamento de investimento, para depois cumprirem os compromissos anteriores estabelecidos no contrato de financiamento. Assim, de acordo com o véu monetário descrito por Keynes, o fluxo de dinheiro para as empresas é determinado pelas expectativas de lucros futuros, e o fluxo de dinheiro das empresas é financiado pelos lucros que são realizados (MINSKY, 1992).

A análise das relações financeiras e de seus efeitos, no entanto, não pode ater-se apenas à estrutura de obrigações financeiras das empresas e fluxos financeiros que elas implicam. Famílias (pela contração de empréstimos em cartões de crédito para a compra de bens de consumo de alto valor e de ativos financeiros), governos (devido as suas elevadas dívidas flutuantes e custeadas), e unidades internacionais (pela internacionalização do sistema financeiro) também apresentam estruturas de obrigações financeiras que o desempenho atual da economia valida ou invalida.

A intensificação da complexidade das estruturas financeiras, aliada à maior participação dos governos no papel de agente refinanciador tanto para as instituições financeiras como para as empresas de negócios normais, pode influenciar o comportamento do sistema de modo diferente dos períodos precedentes. Destaca-se, neste sentido, a participação dos governos na preservação do sistema financeiro, a exemplo de 1929-1933, em que reduziu-se a vulnerabilidade dos fluxos de lucro agregado evitando que houvesse insuficiência. Os problemas provenientes deste tipo de intervenção é que estas podem gerar um viés inflacionário para a economia. Apesar da maior complexidade das relações financeiras, o nível dos lucros constitui-se o fator determinante no comportamento do sistema (Kalecki, 1965).

Expectativas de lucros dependem do nível de investimento no futuro, e os lucros realizados são determinados pelo investimento corrente. Assim, a validação ou não de obrigações financeiras depende da continuidade do nível de investimento e da demanda.

Investimento corrente ocorre porque os empresários e seus banqueiros esperam que eles continuem sendo rentáveis também no futuro, retroalimentando o processo de investimento

Percebe-se que a hipótese de instabilidade financeira concerne explicitamente a uma análise do impacto do volume acumulado de dívidas e das formas e estruturas de sua emissão e financiamento sobre o comportamento do sistema, bem como a forma como as dívidas são honradas. A ênfase do papel dos bancos como uma instituição com fins lucrativos é um dos diferenciais da teoria de instabilidade em relação a Teoria Quantitativa da moeda ortodoxa. Os bancos, ao buscarem o lucro via financiamento de negócios, têm papel ativo na busca por investimentos com boas expectativas de lucros e, portanto, se esforçam para inovar nos ativos que adquirem e nas dívidas que comercializam. Essa característica da inovação do setor bancário e seus mecanismos de alavancagem financeira que anulam o pressuposto fundamental da Teoria Quantitativa da Moeda, engendrada pela teoria ortodoxa, que atribuiu a moeda um caráter imutável, cuja velocidade de circulação aproxima-se de ser constante e, portanto, as alterações na oferta de dinheiro têm uma relação proporcionalmente linear com um nível de preços bem definidos (MINSKY, 1992).

Acerca das relações de renda-débito para as unidades econômicas, Minsky categoriza as estruturas passivas dos agentes como finanças hedge, especulativas e Ponzi. As unidades hedge são aquelas capazes de cumprir com todas as suas obrigações contratuais de pagamento das dívidas contraídas com os fluxos de caixa que dispõem, sendo que, quanto maior a participação do capital próprio no financiamento do passivo, maior a probabilidade de que seja uma unidade Hedge. No tocante as finanças especulativas, as unidades conseguem cumprir seus compromissos de pagamentos na “conta de rendimentos” sobre suas obrigações, mas são incapazes de liquidar o principal da dívida por meio seus fluxos de renda, pelo menos por algum tempo. Já em relação as unidades Ponzi, os fluxos de caixa provenientes de suas operações não são suficientes para o pagamento do reembolso do principal e nem para liquidar os juros gerados pela dívida adquirida. Resta a essas unidades vender seus ativos ou contrair novos empréstimos para honrar os anteriores, o que resultaria na redução de seu patrimônio, aumentando o passivo e o comprometimento prévio de investimentos futuros. Por conseguinte, uma unidade com finanças Ponzi gera a redução da margem de segurança para os titulares de suas dívidas (MINSKY, 1992).

Dessa forma, em uma economia na qual prevaleça as finanças hedge, é provável que se tenha um sistema que tenda e mantenha o equilíbrio. Por outro lado, o predomínio das finanças especulativas e Ponzi aumentam a probabilidade da economia redundar num sistema que amplifica os desvios. O ciclo econômico, segundo Minsky, testemunha a mudança gradativa de

uma maior presença de finanças hedge para um maior peso relativo de finanças especulativas e Ponzi. Assim, quando estas últimas são predominantes, a economia aproxima-se perigosamente de situações propícias a grandes crises financeiras.

A estabilidade de um sistema financeiro fica condicionada ao tamanho e a força das margens de segurança e da probabilidade de amplificação de distúrbios iniciais. Todas as posturas financeiras, tais quais, hedge, especulativa e Ponzi, estão expostas aos desenvolvimentos econômicos que reduzem o fluxo de caixa dos ativos. Uma unidade hedge pode transformar-se em uma unidade especulativa pela redução da renda operacional ou pelo não recebimento de créditos concedidos. Ressalta-se que, para que algo dê errado numa unidade hedge, é necessário que antes outras áreas da economia estejam fragilizadas ou que as características hedge do financiamento inicial tenham se fundamentado em expectativas eufóricas e irrealistas. As posições especulativas e Ponzi, por sua vez, estão vulneráveis a alterações nas taxas de juros, isto é, aos desenvolvimentos no mercado financeiro, bem como aos eventos ligados aos mercados de produtos e de fatores. O aumento das taxas de juros implicará no aumento dos compromissos de fluxo de caixa sem que haja aumento das expectativas de receitas. Uma vez que as unidades especulativa e Ponzi tenham que constantemente financiar suas posições, sua vulnerabilidade a distúrbios nos mercados financeiros se torna mais aguda. Portanto, quanto maior a predominância das finanças especulativas e Ponzi, menor serão as margens gerais de segurança na economia, resultando em maior fragilidade da estrutura financeira (MINSKY, 2008).

A hipótese de instabilidade financeira divide-se em dois teoremas. O primeiro refere-se à economia como um sistema que tem regimes de financiamento que a tornam estável e regimes de financiamento que a tornam instável. O segundo teorema dispõe que em prolongados períodos de prosperidade, a economia desloca-se das relações financeiras que contribuem para a estabilidade do sistema para relações financeiras que geram instabilidade para o sistema, ou seja, as economias capitalistas tendem a mover-se de uma estrutura financeira na qual há o predomínio de unidades hedge para uma estrutura em que prevalecem as unidades de finanças especulativas e Ponzi (MINSKY, 1992; 2010; 2011).

A hipótese de instabilidade financeira pressupõe um modelo de economia capitalista cujos ciclos de negócios de variadas gravidades não dependem, portanto, de choque exógenos para sua ocorrência. O próprio sucesso do sistema o torna cada vez mais arriscado e mais frágil, em termos de propensão a assumir riscos mais elevados que, por fim, quebram o sistema por meio de crises periódicas.

2.5 A VISÃO DE KINDLEBERGER SOBRE AS CRISES FINANCEIRAS

Kindleberger e Aliber (2013) apresentam um modelo descritivo de uma crise financeira genérica, abordando as diversas fases das manias especulativas que disparam uma crise. Explana ainda sobre os períodos de *boom* e o subsequente declínio. Em linhas gerais, o modelo se assemelha ao do Minsky, embora seja de natureza mais descritiva.

Minsky, Kindleberger e Aliber apresentam um modelo que contribuiu para o entendimento das crises financeiras ocorridas nos Estados Unidos, dentre outras economias de mercado. Segundo os autores, as alterações no fornecimento de crédito eram procíclicas, ou seja, aumentavam durante a aceleração econômica e diminuía na desaceleração. Esses movimentos ocorrem porque nos períodos de expansão o otimismo dos investidores aumenta, bem como suas estimativas de lucratividade, tornando-os mais ávidos por empréstimo. Da mesma forma, o otimismo permeia também os financiadores, que diminuem sua aversão ao risco e o rigor das avaliações de risco de investimentos individuais, ficando mais predispostos a conceder empréstimos, mesmo àqueles que em outro período pareceriam arriscados. De maneira análoga, quando economia experimentava um declínio, o otimismo se arrefecia, tanto os investidores quanto os credores tornavam-se mais cautelosos. De acordo com essa análise, as oscilações no fornecimento de crédito fragilizavam os arranjos econômicos, tornando a economia mais propensa à crise.

Sobre eventos que suscitam uma crise, os autores apontam que estes começam com algum choque exógeno ao sistema macroeconômico, tal como o efeito de uma inovação, como explicitado no excerto a seguir:

Se o choque fosse suficientemente grande e pervasivo, o ambiente econômico e as oportunidades de lucro previstas aumentariam em pelo menos um setor importante da economia. Empresas e indivíduos fariam empréstimos para tirar vantagem da elevação dos lucros previstos nesse setor; o crescimento econômico se aceleraria, e isso, por sua vez, criaria um otimismo ainda maior (KINDLEBERGER E ALIBER, 2013, p. 40).

A expansão do crédito, conforme descrito também no modelo de Minsky, é o fator que alimenta os *booms*. No início do século XIX, por exemplo, com a criação dos bancos, houve uma ampliação do fornecimento de crédito por meio da emissão de mais cédulas, e posteriormente, com os balanços de depósito dos emprestadores. A criação de novos bancos determinados a aumentar sua participação do mercado fez com que a concessão de crédito crescesse substancialmente.

É importante ressaltar que as políticas econômicas voltadas ao controle de crédito podem se mostrar ineficazes, pois a limitação à concessão de empréstimos pode ser contornada

pelos bancos através da criação de subsidiárias, ou pelas companhias que controlam os bancos e realizam os empréstimos. Portanto, por mais que houvesse o controle da concessão de crédito das instituições financeiras, o aumento no fornecimento de crédito por meio de canais não bancários poderia resultar em um *boom*.

Kindleberger e Aliber (2013) identificam o fenômeno da “euforia” financeira como aquele em que os preços de ativos sobem sem nenhum respeito maior a fundamentos econômicos. Quando a economia é atingida por algum choque capaz de disparar uma expansão econômica e, por conseguinte, um *boom*, as condições para que a euforia se verifique estão armadas. Os investidores compram ativos para auferir lucro com os ganhos de capital associados aos aumentos nos preços e as autoridades, mesmo cientes das manias anteriores, reconhecem a excepcionalidade do evento, acreditando que será diferente.

Como desdobramento, verifica-se um processo especulativo que envolve a compra de ativos para revenda a preços mais elevados e não relacionados com as receitas dos investimentos. A euforia, portanto, aumenta o otimismo acerca do crescimento econômico e os lucros das corporações. Os emprestadores, ao perceber a elevação dos preços dos ativos, tornam-se mais otimistas e reduzem as provisões e as exigências mínimas de margem.³ Embora se verifique uma expansão dos empréstimos bancários, os tomadores de empréstimos experimentam um declínio de sua alavancagem – relação entre o débito e o capital ou patrimônio líquido – em virtude da aceleração do crescimento nos preços de imóveis ou títulos.

A percepção de que os especuladores estão auferindo lucros vultosos faz com que famílias e empresas entrem no processo de “siga o líder”. Da mesma forma, os bancos aumentam a concessão de empréstimos receando a perda de espaço no mercado em relação a outros fornecedores de crédito. A adesão de cada vez mais famílias e empresas ao processo especulativo em busca de ganhos de capital conduz ao comportamento normal e racional denominado como “mania” ou “bolha”. De acordo com Kindleberger e Aliber (2013), a palavra “mania” refere-se à irracionalidade, e bolha significa a inflação sem fundamentos econômicos dos preços de algum ativo de referência, que eventualmente levará a uma quebra abrupta, inevitável.

No decorrer do século XX, a miríade das manias e bolhas teve como objeto imóveis e ações. Na década de 1920 ocorreu uma mania imobiliária no estado da Flórida, Estados Unidos. No fim desta mesma década ocorreram uma bolha nas ações norte-americanas além de um aumento significativo dos preços dos imóveis. O Japão, na década de 1980, experimentou um

³ Esse fenômeno é bem explorado por Minsky (2011).

processo especulativo de compra de imóveis que culminou em um *boom* no mercado de ações. As bolhas que aconteceram nos países asiáticos em 1990 também estavam relacionadas com imóveis e ações. Os Estados Unidos foram acometidos, ainda, por uma bolha em 1990 relacionada a ações, por um choque nos valores do petróleo em 1970, que geraram crescimentos significativos no mercado imobiliário das regiões produtoras de petróleo, e na mesma década por uma elevação nos preços dos cereais, que conduziu a surtos no valor das terras nos estados agrícolas.⁴

2.5.1 Propagação Internacional

A despeito do modelo de Minsky abordar as mudanças procíclicas no fornecimento de crédito para apenas um país, a euforia, como mostra a história, tende a alastrar-se para outros países. Nesse sentido, a arbitragem constitui-se um canal de propagação da euforia, os investidores garantem que a elevação dos preços de uma *commodity* em um país implicará em valorizações de mesma ordem da mesma *commodity* em outros países. O mesmo processo ocorre com a valorização de títulos, inclusive para os seus substitutos mais distantes. Aumentos no PIB de um grande país tendem a aumentar suas importações, o que resulta no aumento correspondentes das exportações de outros países, e consequentemente, de seus PIBs. Outra forma de disseminação da euforia se dá pelos fluxos de capital. Uma expansão nas compras estrangeiras de títulos em um país gera uma elevação do seu preço e da moeda nacional. Por fim, o fator psicológico. A euforia ou o pessimismo dos investidores tende a alastrar-se além das fronteiras nacionais.

Ao longo do *boom*, verifica-se um aumento das taxas de juros, da velocidade dos pagamentos e do nível de preços das *commodities*. As compras de ações ou ativos pelos *outsiders* são necessariamente equilibrados por vendas pelos *insiders*, em geral a preços mais elevados gerando lucros. Esse processo evidenciou-se em 1928, onde o valor de mercado das transações na Bolsa de Valores de Nova Iorque apresentou uma elevação a uma taxa anual de 36%, sendo que nos primeiros meses desse ano registrou-se 53%. Nesse cenário, enquanto a disposição a comprar dos *outsiders* superar a ansiedade dos *insiders* de vender, os preços de ativos ou títulos estarão em constante crescimento.

Contudo, quando esse processo é interrompido, ou seja, quando a ansiedade dos compradores diminui e a dos vendedores aumenta, os problemas financeiros vêm à tona. Isso significa que muitas empresas e investidores percebem que é necessário se tornarem mais

⁴ Um modelo analítico de classificação semelhante ao de Kindlberger e Aliber é o de Galbraith (1992).

líquidos. Conforme aumenta a busca por liquidez e ações são vendidas, seus preços podem apresentar quedas rápidas. Investidores com alta alavancagem expõem-se ao risco de falência, em razão do recuo do valor de mercado dos ativos abaixo do seu endividamento, devido ao grande declínio dos preços. A medida que os preços continuam a declinar, cada vez mais investidores buscam liquidez, temendo que os preços caiam ainda mais. Quando a corrida começa, o resultado é a queda de preços e aumento das falências. A falência de um banco ou firma, a descoberta de um golpe ou desfalque por um investidor que tentava escapar de problemas por meios desonestos, ou uma queda brusca no valor de um título ou *commodity* são eventos que podem disparar uma crise.

O pânico pode surgir quando os investidores perceberem que apenas poucos conseguirão vender seus ativos enquanto os preços estiverem próximos aos valores de pico. O declínio do otimismo pode levar ao pânico. O pânico, por sua vez, subsiste até o momento em que, conforme Kindleberger e Aliber (2013, p. 45):

[...] os preços estejam tão baixos que os investidores sejam tentados a comprar ativos menos líquidos, ou até que o negócio com esses ativos seja interrompido porque foram estabelecidos limites sobre os declínios diários máximos dos preços ou as negociações já foram fechadas, ou porque um prestador de última instância teve sucesso em convencer os investidores de que haverá dinheiro disponível para atender a demanda por moeda.

Para dar fim ao pânico e restabelecer a confiança, tanto para esses autores quanto para Minsky (2010; 2011) não se faz necessário aumentos de crédito de grande montante, mas uma ação de um agente que consiga, detendo força política e econômica suficiente para estancar o processo de *debt deflation*, reduzir as incertezas e sinalizar que o acesso a canais de liquidez existe e está mais fácil.

A provisão de liquidez por um prestador de última instância, que é o papel dessa instituição, atuando na contenção do pânico e subsequente declínio nos preços, suscita, todavia, um debate em torno de sua eficácia. Existe a crítica de algumas correntes econômicas de que a existência do prestador de última instância estimula a atividade especulativa, à medida que seja sabido que o crédito estará à disposição.⁵ Por outra ótica, a figura do prestador tem papel fundamental na mitigação dos efeitos da crise, de modo a evitar que uma crise de liquidez desambrasse para uma crise de solvência, redundando numa grave recessão, a exemplo da crise de 2008.

2.5.2 Racionalidade versus Manias especulativas

⁵ Uma síntese desse debate se encontra em Vasconcelos (2014).

De acordo com Kindleberger e Aliber (2013), o termo “mania” indica a perda conexão com a realidade ou, ainda, histeria em massa. A teoria econômica alicerçada nas expectativas racionais, repele a possibilidade da ocorrência de manias ao supor que o comportamento dos investidores diante de uma mudança nas variáveis econômicas é baseado em todas as informações disponíveis, como se estivessem sempre cientes das suas implicações de longo prazo. Deriva daí a máxima de que “todas as informações estão no preço”, refletindo a ideia de que em cada mercado os preços sofrem mudanças de forma imediata a cada informação. A perspectiva das expectativas racionais é considerada do futuro para o presente, isto é, existe a confiança de que a previsão de preços para a próxima semana ou mês determina os valores que prevalecerão hoje (BLANCHARD, 2001; DAVIDSON, 1994).

A suposição de que os investidores são puramente racionais no sentido econômico se debruça numa análise que, de fato, descreve como o mundo deveria funcionar se a racionalidade dos agentes fosse aquela, ao invés de considerar como realmente funciona. Essa conjectura é útil porque auxilia no entendimento dos movimentos dos preços em diferentes mercados. Partindo da suposição de racionalidade, os preços de um determinado mercado hoje devem corresponder aos preços de um a dois meses e um a dois anos no futuro, com os devidos ajustes dos custos de armazenamento. Do contrário, se verificaria a oportunidade de um lucro de arbitragem com baixos riscos (KINDLEBERGER E ALIBER, 2013).

Na contramão da teoria de expectativas racionais, a história revela que as expectativas de diversos grupos mudam de forma descompassada, as vezes de modo lento, as vezes rapidamente, em momentos diferentes ou simultaneamente, conforme há a percepção de que as previsões dos preços hoje destoam das visões iniciais dos valores para o futuro. A transição nas expectativas dos investidores, ora confiantes, ora pessimistas, constitui-se uma fonte de instabilidade nos mercados de crédito (KEYNES, 1992; MINSKY, 2010; MINSKY, 2011; KINDLEBERGER E ALIBER, 2013).

As manias podem estar relacionadas com a irracionalidade ou com a psicologia de massas.⁶ Consonante a isso, Kindleberger e Aliber (2013) assinalam que as ondas de otimismo são desencadeadas por um deslocamento ou choque que conduzem a um aumento do otimismo dos investidores, empresas de negócios e financiadores bancários. Incitados pelo excesso de confiança, os investidores e bancos tornam-se menos avessos ao risco, e a escalada de otimismo pode evoluir par uma mania.

⁶ Não explicitada entre os teóricos heterodoxos, a possibilidade é explicitamente tratada em Kindleberger e Aliber (2013).

Sobre a especulação, Kindleberger e Aliber (2013) afirmam que existem dois estágios de desenvolvimento. No primeiro estágio, a reação de famílias, empresas e investidores a um choque se dá de forma limitada e reacional. Já no segundo estágio, as previsões de ganhos de capital tornam-se centrais, busca-se, dessa forma, grandes ganhos com a venda do principal. Pode-se identificar nesse processo dois grupos de especuladores, a saber, os *insiders* e os *outsiders*. Aos *insiders* atribui-se o comportamento de desestabilizador do mercado, ao atuarem no aumento de preço para posterior venda aos *outsiders* quando os preços atingirem ou beirarem seu máximo. Segue que as perdas dos *outsiders* correspondem necessariamente aos ganhos dos *insiders*. Os *insiders* profissionais provocam desestabilização ao exagerar a alta das oscilações, acreditando que a tendência está a seu favor. Ao comprar na alta e vender na baixa, os *outsiders* acabam como vítimas da euforia que os acomete.

2.5.3 A expansão do crédito

Kindleberger e Aliber (2013) propõem dois axiomas acerca da expansão creditícia. O primeiro consiste em que *não há inflação sem o rápido crescimento de dinheiro*,⁷ o segundo que *não existe bolha imobiliária sem que haja o rápido crescimento do crédito*.

A expansão de crédito constitui-se num motor das manias especulativas. Mesmo que nem sempre tais expansões resultem em uma mania, a maioria das manias estão associadas a celeridade do crescimento no fornecimento de crédito. As ampliações na concessão de crédito devem-se aos bancos e pela criação de novos instrumentos financeiros. O desenvolvimento da expansão de crédito é sistemático e persistente, conforme os operadores dos mercados financeiros busquem redução de custos e a manutenção da liquidez. Diante desse cenário, infere-se que nos períodos de *boom* há um aumento no fornecimento de moeda como meio de pagamento, sendo que o estoque de moeda disponível é utilizado mais eficientemente no financiamento das expansões das atividades econômicas e das compras de imóveis e títulos. A intervenção dos bancos centrais no controle do crescimento monetário foi neutralizada, em parte, pelo surgimento de substitutos do dinheiro (Minsky, 2010; 2011).

⁷ Os autores não fazem com isso, todavia, uma defesa da TQM. Eles observam que esse é um fato empírico que pode ser enunciado dessa forma, mas não há uma relação de causalidade, como expressada na teoria quantitativa, e sim de correlação.

2.6 A CRISE SOB UM PRISMA ORTODOXO: ANÁLISE DE BEN BERNANKE ACERCA DA CRISE DE 1930

Os estudos de Ben Bernanke sobre a Grande Depressão foram produto principalmente das proposições de Milton Friedman e Anna Schwartz, que publicaram a obra *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. A referida obra postulou que a origem da Grande Depressão teria sido de natureza monetária e, portanto, poderia ter sido debelada quase que totalmente em termos monetários. Friedman e Schwartz propuseram que a falha no suprimento monetário foi a causa precípua para a gravidade da depressão. Bernanke se contrapunha as concepções precedentes à Depressão que apontavam como sua causa as fraquezas estruturais da economia real e do processo de acumulação.

Nas primeiras décadas que sucederam a Depressão, grande parte dos economistas procuravam explicações na evolução do lado real da economia ao invés de ater-se aos fatores monetários. Bernanke reforçou que os fatores monetários praticamente por si só precipitaram a Grande Depressão e que eles eram os meios fundamentais para o combate da deflação de débitos. Bernanke afirmou ainda que a abordagem das tendências na economia real era desnecessária, como, por exemplo, o aparecimento do excesso de capacidade na indústria. Repelia também a visão de Minsky de que o sistema financeiro das economias capitalistas era instável por natureza, já que essa análise pressupunha a irracionalidade econômica e as loucuras especulativas, destoando do modelo formal de “comportamento econômico racional” neoclássico (BERNANKE, 2000).

A análise de Bernanke, portanto, se concentra nos aspectos não monetários (principalmente relacionados ao crédito) da crise financeira de 1930 e que podem ter repercutido na produção agregada, considerando ainda os problemas dos devedores, bem como os do sistema bancário. Neste sentido, sua abordagem é complementar à de Friedman e Schwartz, que analisaram o impacto monetário oriundo da falência dos bancos. Bernanke (1983) argumenta que as perturbações financeiras de 1930-33 reduziram a eficiência do processo de alocação de crédito; e que o custo mais alto resultante e a disponibilidade reduzida de crédito atuaram para deprimir a demanda agregada. Segundo o autor, esses efeitos podem explicar como a crise financeira de 1930 culminou numa profunda e duradoura depressão até então sem precedentes.

2.6.1 O Efeito da Crise no Custo da Intermediação de Crédito

Bernanke (1983) defende, portanto, que além de seus efeitos via oferta de moeda, a crise financeira de 1930 afetou a macroeconomia, ao reduzir a qualidade de certos serviços financeiros, em particular a intermediação de crédito. Para tanto, tenta demonstrar que a interrupção do setor financeiro pela crise bancária gerou uma elevação do custo real da intermediação entre credores e certas classes de tomadores de empréstimos. Outro ponto relevante é que se deve estabelecer a ligação entre os custos de intermediação mais altos e o declínio da produção agregada.

O modelo considerado por Bernanke (1983) exclui a suposição de um mercado completo do tipo Fama (1980) em que os mercados financeiros estão completos e os custos de informação/transações podem ser negligenciados. É considerada a seguinte descrição estilizada da economia. Supõe-se que os poupadores tenham várias opções de transferência de recursos do presente para o futuro, como manter ativos reais ou comprar passivos de governos ou corporações em bolsas bem organizadas. Os poupadores têm opção de emprestar recursos ao sistema bancário. Os bancos dispõem de um menu de ativos para escolher. Assume-se que os bancos se especializam em fazer empréstimo a tomadores pequenos e idiossincráticos, cujo volume de passivo é muito pequeno para serem negociados publicamente. É aqui onde a suposição de mercado completo é excluída.

Divide-se os pequenos tomadores em questão em duas categorias, os bons e os maus tomadores. Os primeiros desejam empréstimos para realização de projetos de investimentos individuais específicos, os quais geram um retorno aleatório de uma distribuição cuja média será sempre assumida de forma a exceder o custo de oportunidade social do investimento. Não sendo um risco sistemático, empréstimos concedidos a bons tomadores são socialmente desejados. Os mutuários ruins desperdiçam qualquer empréstimo contraído em consumo excessivo e, por conseguinte, tornam-se inadimplentes, sendo socialmente indesejável a concessão de empréstimos a maus tomadores.

O modelo supõe ainda que o sistema bancário realiza o serviço real de diferenciação entre os bons e os maus tomadores. Define-se, para um sistema bancário de caráter competitivo, que os custos de intermediação de crédito (CCI) correspondem aos custos de canalizar fundos de emprestadores finais para os bons tomadores de empréstimos. Os bancos, evidentemente, escolhem os procedimentos operacionais que minimizem o CCI. Por fim, descrito o modelo, pode-se explicar os efeitos dos dois principais componentes da crise financeira na eficiência do processo de alocação de crédito.

2.6.2 Efeito da crise bancária no CCI.

Durante o período de 1930 a 1933, os problemas bancários interromperam o processo de alocação de crédito, gerando mudanças significativas em seu fluxo. Verificou-se a contração do papel do sistema bancário na intermediação de crédito, visto que o medo de corridas levou a grandes retiradas de depósitos, a aumentos cautelares nas taxas de depósitos de reserva e a preferência dos bancos por ativos mais líquidos ou com desconto reduzido. Contudo, a rápida mudança de postura dos bancos (dada a experiência, a informação e o relacionamento com os clientes acumulados pelos bancos) implicou em prejuízo da eficiência financeira e elevou o CCI. Nos períodos de contenção os bancos tendem a ser mais cautelosos e fazem empréstimos mais seguros e de maior qualidade, assim as taxas de empréstimos podem se mover inversamente para o CCI (BERNANKE, 1983).

Apesar de não ser possível observar diretamente os efeitos dos problemas bancários no CCI, o Tabela 1 permite visualizar o impacto deles na extensão do crédito bancário. A coluna 4 mede o fluxo de crédito bancário e mostra a variação mensal dos empréstimos bancários em aberto, normalizada pela renda pessoal mensal.

Embora espere-se que a relação entre o rendimento e o crédito fosse determinada principalmente pela procura de empréstimos, e por conseguinte, pela taxa de produção, percebe-se, a partir da análise das duas primeiras colunas da Tabela 1, que a crise bancária foi um fator tão determinante dessa variável quanto a produção.

Tabela 1: Dados Macroeconômicos Seleccionados, Julho 1929- Março 1933

<u>Month</u>	<u>IP</u>	<u>Banks</u>	<u>Falls</u>	<u>ΔL/PI</u>	<u>L/DEP</u>	<u>DIF</u>
1929J	114	60.8	32.4	.163	.851	2.31
A	114	6.7	33.7	.007	.855	2.33
S	112	9.7	34.1	.079	.860	2.33
O	110	12.5	31.3	.177	.865	2.50
N	105	22.3	52.0	.121	.854	2.68
D	100	15.5	62.5	-.214	.851	2.59
1930J	100	26.5	61.2	-.228	.837	2.49
F	100	32.4	51.3	-.102	.834	2.48
M	98	23.2	56.8	.076	.835	2.44
A	98	31.9	49.1	.058	.826	2.33
M	96	19.4	55.5	-.028	.820	2.41
J	93	57.9	63.1	.085	.818	2.53
J	89	29.8	29.8	-.055	.802	2.52
A	86	22.8	49.2	-.027	.800	2.47
S	85	21.6	46.7	.008	.799	2.41
O	83	19.7	56.3	-.010	.791	2.73
N	81	179.9	55.3	-.067	.777	3.06
D	79	372.1	83.7	-.144	.775	3.49
1931J	78	75.7	94.6	-.187	.763	3.21
F	79	34.2	59.6	-.144	.747	3.08
M	80	34.3	60.4	-.043	.738	3.17
A	80	41.7	50.9	-.104	.722	3.45
M	80	43.2	53.4	-.133	.706	3.99

Tabela 1 (continuação)

1931J	77	190.5	51.7	-.120	.707	4.23
J	76	40.7	61.0	-.013	.704	3.93
A	73	180.0	53.0	-.103	.706	4.29
S	70	233.5	47.3	-.050	.713	4.82
O	68	471.4	70.7	-.310	.716	5.41
N	67	67.9	60.7	-.101	.726	5.30
D	66	277.1	73.2	-.120	.732	6.49
1932J	64	218.9	96.9	-.117	.745	4.87
F	63	51.7	84.9	-.138	.757	4.76
M	62	10.9	93.8	-.183	.744	4.91
A	58	31.6	101.1	-.225	.718	6.78
M	56	34.4	83.8	-.154	.696	7.87
J	54	132.7	76.9	-.170	.689	7.93
J	53	48.7	87.2	-.219	.677	7.21
A	54	29.5	77.0	-.130	.662	4.77
S	58	13.5	56.1	-.091	.641	4.19
O	60	20.1	52.9	-.095	.623	4.44
N	59	43.3	53.6	-.133	.602	4.79
D	58	70.9	64.2	-.039	.596	5.07
1933J	58	133.1	79.1	-.139	.576	4.79
F	57	62.2	65.6	-.059	.583	4.09
M	54	3276.3*	48.5	-.767*	.607*	4.03

Fonte: (APUD BERNANKE, p. 38-39, 1983)

Após novembro de 1930, verifica-se que a queda nos empréstimos bancários não foi motivada apenas pela queda dos depósitos. A coluna 5 da Tabela 1 mostra o índice mensal de empréstimos bancários pendentes em relação a soma dos depósitos à vista e a prazo. Essa relação caiu substancialmente conforme os bancos priorizaram o investimento em liquidez, em detrimento dos empréstimos. Atinente à questão, uma pesquisa do *National Industrial Conference Board* de 1932, sobre condições de crédito, asseverou que:

During 1930, the shrinkage of commercial loans no more than reflected business recession. During 1931 and the first half of 1932, the period studied, it unquestionably represented pressure by banks on customers for repayment of loans and refusal by banks to grant new loans (BERNANKE, 1983, p. 15).

Embora a queda dos empréstimos bancários tenha sido compensada pela expansão de outras alternativas de crédito, em uma situação onde há custos de transações e discriminação

entre tomadores, as mudanças no *loci* da intermediação de crédito podem ter afetado a eficiência do processo de alocação de crédito, resultando no aumento da taxa efetiva do custo do crédito para os potenciais tomadores.

2.6.3 O efeito das falências no CCI: O impacto do aumento das inadimplências e falências durante esse período sobre o custo da intermediação de crédito.

Em relação os procedimentos de falência, Bernanke (1983) indaga porque o credor e o devedor inadimplente fazem os pagamentos a terceiros (advogados e administradores) - sendo que tais procedimentos acarretam custos adicionais - ao invés de dividirem esses pagamentos entre si?

No contexto de mercados completos, a hipótese de falência nunca se consubstanciaria, visto que os contratos de empréstimos com contingência de estado regulariam as obrigações das partes envolvidas para a totalidade de circunstâncias possíveis, o que prescinde a necessidade de arbitragem de terceiros.

A ocorrência de falência, sob a condição de um mercado incompleto, pressupõe que credores e devedores tomaram conhecimento de que os acordos de empréstimos simples e adjudicação *ex post* por falência são menos onerosos do que estabelecer contratos completos. Ao constituir um contrato de empréstimo com um mutuário, o banco dispõe de duas modalidades de contrato. O primeiro refere-se ao contrato completo de contingências para cada estado natureza (ou seja, para cada situação), que torna os mutuários parte do acordo e estabelece que o novo pagamento dependa do resultado do “projeto” do mutuário. Neste tipo de contrato, não há a possibilidade de que as partes sejam incapazes do cumprimento de suas obrigações, porém implicaria em elevados custos de monitoramento.

A segunda modalidade de contrato à disposição dos bancos é um contrato simples, no qual se estabelece o pagamento de determinada quantia em uma data combinada, após determinar se o tomador é capaz de adimplir suas obrigações (ou seja, se é merecedor de crédito). Esta segunda forma costuma preponderar, especialmente em relação aos pequenos tomadores de empréstimo. A vantagem dos contratos simples é o uso de garantias (colaterais): caso o mutuário disponha de riqueza que possa ser arrestada pelos bancos numa situação de não pagamento, o risco do banco é reduzido. Desta forma, ao combinar contratos de garantia e empréstimos simples o CCI torna-se baixo e eficaz (BERNANKE, 1983).

A partir dessa análise, Bernanke postula que a crise das dívidas de credores, no contexto da crise de 1930 a 1933, revelou uma erosão progressiva da garantia dos devedores em relação

aos encargos das dívidas. Deste modo, conforme o mutuário torna-se cada vez mais insolvente, os bancos e outros credores deparam-se com uma situação em que os empréstimos simples e não contingentes tornam-se cada vez mais arriscados, elevando o CCI.

Este cenário motivaria um ajuste dos bancos ao aumento do CCI, elevando a taxa imputada aos tomadores de empréstimos. Contudo, esta medida poderia mostrar-se contraproducente, a julgar que o aumento dos juros, por conseguinte, aumentaria o risco de inadimplência. Os bancos, portanto, responderam ao aumento do CCI aumentando a rigidez na concessão de empréstimos, impedindo tomadores de empréstimos com bons “projetos” de obter fundos e priorizando os ativos de alto nível. Paralelamente, Bernanke repele a ideia de que os baixos rendimentos das obrigações das empresas e de títulos do Tesouro apontavam para uma situação de “dinheiro fácil”. A facilidade de obtenção de empréstimos era privilégio de poucos tomadores seguros (BERNANKE, 1983).

Em crítica ao sistema vigente à época, o *American Banker*, na data de 6 de dezembro de 1932 publicou que:

"The chief criticism of our present system appears to be that in good times credit is expanded to great extremes...but, when the pinch of hard times is first being felt, credit is suddenly and drastically restricted by the banks...At the present time, loans are only being made when the banks have a very wide margin of security and every effort is being made to collect outstanding loans. All our banks are reaching out in an endeavor to liquefy their assets..."(BERNANKE, 1983, p. 19).⁸

2.7 A ANÁLISE DE FRIEDMAN E SCHWARTZ SOBRE A GRANDE DEPRESSÃO

Milton Friedman e Anna Schwartz, em contraposição à teoria keynesiana, apresentam uma perspectiva monetarista da Grande Depressão, expressa no livro *History of the United States, 1867-1960*. O fundamento central é de que a grande queda evidenciada na atividade econômica na primeira metade dos anos 1930 deveu-se a erros da política do Banco Central norte-americano – o Fed – quanto ao declínio no suprimento de dinheiro no período de agosto de 1929 a março de 1933. No tocante ao início da depressão, foi observado que o suprimento de dinheiro não apresentou aumento nos anos de 1928 e 1929, pelo contrário, registrou uma queda de 2,6% no período de agosto de 1929 a outubro de 1930, sendo que, diante da fraqueza da economia, o suprimento de dinheiro deveria ter aumentado (FRIEDMAN E SCHWARTZ, 1963; KINDLEBERGER E ALIBER, 2013).

⁸ É curioso notar como a explicação de Bernanke, embora tente refutar, apenas confirma a teoria de Keynes sobre a preferência pela liquidez dos agentes em situações de elevação da incerteza estrutural da economia e queda no estado da confiança. Os bancos, nessa situação, preferem manter maiores volumes monetários em reserva do que emprestá-los. Ver Keynes (1992), e ainda Vasconcelos (2014).

Os autores acreditam que a fraca liderança praticada pelo Federal Reserve teria permitido que a recessão de 1929 se transformasse no desastre da Grande Depressão. Tivesse o Fed adotado uma política monetária mais agressiva diante do estancamento do crédito antes da depressão irromper-se, o desastre poderia ter sido evitado: “[...] would have cut the spread of the crisis, would have prevented accumulation of bank failures, and would have made possible, as it did in 1908, economy recovery after few months.” (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 1963, p. 299)

A onda de falência bancárias iniciada em outubro de 1930, oriunda do fechamento do mercado de crédito interbancário e da retirada de depósitos bancários pela população, cessou apenas em março de 1933 com a implementação de reformas bancárias pelo governo de Roosevelt. A visão de Friedman defende que essa grande contração do crédito e, por conseguinte, a profunda contração do setor real da economia, poderia ter sido evitada através da disponibilidade de recursos financeiros adequados, via operações de *open market* e empréstimos diretos ao setor bancário promovido pelo Fed.

Diferentemente de boa parte das análises de recorte keynesiano sobre a crise, que além dos fatores financeiros apontam também as questões de insuficiência de demanda agregada causadas pelo elevado desemprego, e dessa forma apontam o dedo explicitamente para inconsistências nos mecanismos de funcionamento dos mercados e da economia capitalista, a análise de Friedman e Schwartz atribui como causas preponderantes da crise o erro às autoridades monetárias norte-americanas, que teriam adotado políticas equivocadas na administração monetária. A ausência de uma política voltada para a capitalização dos bancos após a quebra da Bolsa teria provocado a corrida bancária e a contração do crédito interbancário. Dessa forma, para Friedman, cabe à Autoridade Monetária ofertar moeda (exógena) em nível adequado (CURVO, 2011). Essa forma de analisar a crise é coerente com a manutenção de uma visão de que os mercados funcionariam muito bem, e que quaisquer crises teriam origem em ações erradas de agentes exógenos, portanto.

Há uma controvérsia em relação a essa ótica de Friedman, onde contesta-se a relação de causalidade que ela pressupõe, a saber, que a causa da queda das variáveis reais são os fatores monetários. A objeção a esse pressuposto monetarista se respalda na ideia de que a redução do estoque de moeda não pode ser atribuída a erros na política monetária, mas sim à redução da demanda por moeda proveniente da diminuição do nível de atividade econômica e que, em alguns setores, ocorreu antes da quebra da Bolsa de Nova Iorque (HELLER, 2010). Muitos autores rechaçam a hipótese de que a quebra do mercado de ações teve relação determinante com a intensidade do declínio da atividade produtiva. Argumentam que a depressão resultou

das políticas domésticas adotadas pelo governo norte-americano e que a relação com os movimentos internacionais de capital, mudanças nos valores das moedas e deflação no exterior foi apenas tangencial (KINDLEBERGER E ALIBER, 2013).

A doutrina monetarista, que fundamenta a crítica de Friedman a Keynes, não se opõe a ideia de que uma economia de mercado necessita deliberadamente de estabilização. A ressalva dos monetaristas, contudo, refere-se a forma de intervenção do governo, que deve ser limitada e circunscrita, isto é, o banco central deve ser orientado a manter a oferta de moeda, a soma de dinheiro em circulação e os depósitos bancários crescendo com estabilidade. Isso seria suficiente para evitar uma depressão. Para os autores, a Grande Depressão poderia ter sido evitada se o Fed tivesse cumprido seu papel – a crítica, portanto, é às instituições, não aos mercados.

3 A CRISE DE 2008

3.1 CONTEXTO DA CRISE DE 2008

O mercado financeiro norte-americano apresentava duas grandes tendências na década de 1990, a primeira, uma inflação doméstica muito baixa resultante da adoção de políticas monetárias severas na década de 1980 e que teve como consequência baixas taxas básicas de juros fixadas pelo Federal Reserve (FED). Isto significou que os ganhos dos bancos e financeiras norte-americanos, proporcionais à taxa básica de juros, ficaram também em baixos patamares. A segunda tendência refere-se a forte competitividade verificada entre bancos e instituições financeiras no contexto de liberalização financeira liderada por Ronald Reagan e Margareth Thatcher. Além disso, a globalização financeira contribuiu para o acirramento da competição nos mercados domésticos, em especial o norte-americano (CARVALHO, 2008).

Diante deste cenário, os bancos e instituições financeiras passaram a buscar mercados com perspectivas de lucro mais promissoras que são, no caso, os que apresentam maiores riscos. A exploração destes mercados exigiu a criação de mecanismos de prevenção de riscos. Os mercados emergentes estiveram em pauta na década de 1990, porém a sucessão de crises de balanço de pagamentos que se iniciou no México mostrou o quão rápido poderiam se deteriorar. O mercado imobiliário norte-americano surge, nesse contexto, como a opção mais atraente para as instituições financeiras (CARVALHO, 2008). A necessidade de ampliação de escala motivou as instituições financeiras a contemplar segmentos de baixa renda em condições de "exploração financeira" - no caso do *subprime*, com taxas de juros variáveis (baixas no início e se elevando ao longo do tempo) – o resultado foi processo de estrangulamento financeiro do tomador de crédito. (PAULA E FERRARI FILHO, 2011).

A prosperidade evidenciada no período do final dos anos 1980 até 2006 na economia norte-americana resultaram no crescimento e estabilidade do emprego. Dessa forma as análises estatísticas apontavam pessoas sem emprego fixo como se ostentassem uma renda estável, em contraste com a avaliação de alto risco que se faria no passado. Teceu-se uma conjectura de que se a economia foi bem no passado, permaneceria bem no futuro. A este respeito, Keynes (1992) aponta o método da convenção para explicar este fenômeno “a essência da convenção [...] reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança”.

Sabia-se que havia razão para esse segmento ter sido preterido do mercado, contudo os bancos e financeiras escamotearam essas hipotecas *subprimes* ao usá-las no processo de securitização. Segundo de Paula e Ferrari Filho (p.2, 2011),

[...] a securitização, que serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos - títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de rating. Tais ativos, como resultado da globalização financeira, passaram, por sua vez, a ser comprados por investidores de diferentes nacionalidades. Criaram-se, assim, novos instrumentos financeiros que não foram devidamente regulamentados pelas autoridades. Mecanismos de auto-regulação mostraram-se falhos devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco: projetos que eram considerados ruins na desaceleração passaram a ser visto como bons no *boom* cíclico.

De acordo com Vidotto (2008) durante um período prolongado de tranquilidade econômica, o otimismo marca a visão de longo prazo dos empresários. Nessa fase de ascensão do ciclo, a situação financeira do conjunto das empresas está predominantemente sólida (*hedge*), pois seus rendimentos podem cobrir o principal e os juros da dívida associada ao gasto de investimento.

Vidotto (2008) acrescenta que na hipótese de instabilidade financeira proposta por Minsky “uma situação de tranquilidade e solidez tende a tornar-se vulnerável, com o domínio em seu interior de agentes financeiramente fragilizados, como se trouxesse dentro de si os germes da deflação de ativos”.

O mercado de hipotecas *subprime* cresceu vultuosamente, até o momento em que as taxas de juros sofreriam ajustes e que a economia americana arrefecesse ao final de 2006. Para Vidotto (2008), a expansão do processo de securitização criou as condições para que ocorresse uma crise financeira, e complementa “ Com a elevação dos *spreads* a partir desse ano, um amplo conjunto de instituições financeiras presentes no segmento imobiliário, de fundos de investimentos, bancário e de seguros adentrou um processo de fragilização”.

Os calotes provocados pela insuficiência de renda para liquidar os juros crescentes tornam-se inevitáveis. O risco de crédito leva os financiadores a terem mais rigor e cautela na aplicação neste setor, contraindo a oferta de crédito. Por seu turno, os investidores que compraram títulos lastreados em hipotecas têm a percepção de que não terão os retornos esperados, propagando essa percepção a outros investidores e instituições que compraram títulos congêneres e que querem a qualquer custo os vender, fazendo com que seu valor caia vertiginosamente e contagie outros papéis similares ao *subprime*, propagando a desconfiança para outros segmentos do mercado de capitais. Vem à tona a crise patrimonial, no qual empresas bancos e financeiras tornam-se insolventes quando os valores de seus ativos caem abaixo do valor das obrigações (CARVALHO, 2008).

De acordo com Vidotto (2008), nessa altura, com o ciclo perto de seu auge, torna-se predominante o cenário no qual um conjunto de empresas aufere rendimentos capazes apenas de solver o serviço da dívida, tendo que rolar o principal, caracterizando uma posição especulativa. Em certo ponto, muitas empresas não são capazes nem de pagar o serviço da dívida, capitalizando os juros de maneira que suas dívidas começam a crescer de forma exponencial, verificando-se uma situação Ponzi. Nesse contexto a economia se revela vulnerável e incapaz de absorver choques externos ou internos sem amplificá-los.

Os bancos, à medida que se viram envolvidos em operações relacionadas a obrigações lastreadas em títulos supostamente de primeira linha, e à medida que a inadimplência se intensifica no mercado hipotecário norte-americano, aqueles bancos que tomavam empréstimos de forma a garantir as operações com títulos lastreados em ativos (*asset-backed commercial papers*) se deparam com problemas de liquidez. Verifica-se a redução drástica da oferta de crédito quando os bancos atribuem um maior risco as operações de *asset-backed comercial papers*, tornando os bancos tomadores incapazes de sustentar estas operações (SOBREIRA, 2008).

Conforme assinala Carvalho (2008), nesse momento evidenciam-se duas situações. A primeira refere-se aos bancos e financeiras falidos, com o valor dos ativos inferior aos do passivo, precisam ser fechados ou sofrer alguma intervenção, ou ser vendidos a outras instituições. Diante de uma série de falências, intervenções e vendas, num ambiente imbuído de estresse, o medo e a desconfiança se espalha além dos limites do mercado financeiros, contagiando a sociedade de modo geral, temerosa acerca de suas economias.

O segundo cenário indica que até as instituições sobreviventes sofrem uma retração. Isso deve-se ao fato de que também foram afetadas pela atmosfera de medo e desconfiança, e porque sua capacidade de tomar empréstimo se reduz quando seu capital se contrai. Disso resulta que os bancos e financeiras passam a conceder menos empréstimos, tendo como efeitos sobre as empresas, que se veem sem capital de giro para produzir, e sobre os consumidores, que deixam de adquirir bens duráveis porque não há crédito disponível. Temos, por fim, uma economia real que começa a esmorecer, o crescimento econômico desacelera ou se desdobra para uma contração, o desemprego se eleva e a iminência de uma recessão se revela factível.

3.2 CAUSAS DA CRISE DE 2008

No período compreendido entre 1980-90, deu-se início ao processo de desregulamentação financeira na economia norte-americana, bem como em diversos outros

países. Tal processo é caracterizado pela eliminação gradual da segmentação dos mercados e pelo aprofundamento do grau de abertura financeira. Nesta acepção, o mercado de capitais, em especial o dos EUA, foi o segmento mais estimulado por essas mudanças. Desta forma, foi conferido aos bancos maior liberdade para o ingresso neste mercado, principalmente sob a forma de operações de securitização de dívidas, estreitando as relações entre mercado de crédito e de capitais (MOLLO, 2008).

A lógica do sistema capitalista, fundamentada na maximização de lucros, exige para este fim que se busque crédito. À medida que esse sistema se desenvolve, se permite o surgimento do capital fictício, aquele cujo a valorização ocorre via especulação, sem relação com a produção real. Nesse sentido, Mollo (2008, p.8) chama a atenção para o fenômeno da financeirização, característico da atual configuração do mundo globalizado: “com o predomínio das finanças, que se convencionou chamar de financeirização das economias [...] ao invés das finanças se desenvolverem para potencializar a produção, crescem no sentido de incremento de operações simplesmente especulativas”.

Nessa acepção, Keynes (1936), discorre que em economias monetárias da produção, a organização dos mercados financeiros enfrenta um *trade-off* entre liquidez e investimento: por um lado, eles estimulam o desenvolvimento da atividade produtiva ao tornar os ativos mais líquidos, liberando, portanto, o investidor da irreversibilidade do investimento; por outro, aumenta as possibilidades de ganhos especulativos. Dessa forma, ao estabelecer uma conexão entre os mercados financeiro e real da economia, Keynes (p. 159, 1964) dispõe que

A posição é séria quando o empreendimento torna-se uma bolha sobre o redemoinho da especulação. Quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será mal-feito.

A crise norte-americana de 2008, a despeito de associada a insolvência no segmento de hipotecas de segunda linha nos EUA, aponta como elemento potencializador o comportamento dos mercados de derivativos. Conforme pontua Mollo (2008, p.9):

O volume elevado destes recursos, circulando sem regulamentação em mercados financeiros específicos, [...] teve como resultado um crescimento veloz e amplo das inovações financeiras, dos processos de duplicação e multiplicação de dívidas com os derivativos, as securitizações de créditos, os produtos financeiros estruturados, ampliando a massa mundial de ativos financeiros relativamente aos produtivos.

Acerca das inovações financeiras, merecem destaque os *conduites*, instrumento criado pelos grandes bancos internacionais que são nada mais que títulos lastreados em ativos – financeiros ou não- denominados como *asset-backed commercial pappers*. Segundo Sobreira (2008, pag. 35):

Estes títulos são emitidos tendo por base uma linha de crédito de um outro banco, [...] barata e renovada em períodos muito curtos, a qual é usada para comprar ativos que

pagam uma elevada taxa de juros, tais como obrigações “colateralizadas” ou com lastro em garantias (*collateralised-debt obligations*). Estas obrigações [...] eram emitidas tendo como principal garantia os títulos hipotecários norte-americanos de primeira e segunda linha (*subprime*). Daí porque a crise atual também ficou conhecida como crise do mercado hipotecário norte-americano.

Sobreira (2008) identifica dois problemas atinentes a tal engenharia financeira, o primeiro concerne a dependência aguda da manutenção de linhas de crédito de curto prazo para continuar existindo. Já o segundo, consiste na avaliação falha dos títulos, a julgar que os bancos equipararam o grau de risco de títulos lastreados em hipotecas de primeira e de segunda linha.

Para Bresser-Pereira (2008) a crise de 2008 tem relação direta com a concessão de empréstimos hipotecários em caráter indiscriminado, contemplando credores que não tinham capacidade de solvência ou que perderiam essa capacidade caso houvesse um aumento da taxa de juros, fato que veio a verificar-se posteriormente.

Percebe-se, neste cenário, a influência do estado de expectativas em relação ao risco assumido. De acordo com Minsky (2013), as mudanças no fornecimento de crédito são procíclicas. Nos períodos de expansão, os investidores tornam-se mais otimistas e mais ansiosos para fazer empréstimos, enquanto que os financiadores são menos criteriosos nas suas avaliações e diminuem sua aversão ao risco, ficando mais dispostos a conceder empréstimos. Da mesma forma, a desaceleração da economia mina o otimismo dos investidores e impõe mais cautela, o mesmo ocorre com os credores.

A hipótese de fragilidade financeira, preconizada por Minsky, se debruça nessa relação inevitável entre crescimento e endividamento, sempre aliada a possibilidade da deflagração de uma crise financeira. A fragilidade que acompanha o crescimento econômico, ocorre porque a atividade econômica e as relações que a viabilizam derivam e dependem de um sistema de confiança. Keynes (1992) discorre que o estado de confiança é relevante pelo fato de ser um dos principais fatores que determinam a escala de eficiência marginal do capital, a qual é idêntica à curva da demanda de investimento. É esse sistema de expectativas que determinam ou não a emissão e aquisição de dívidas. Ocorre que essas expectativas se baseiam em avaliações objetivas e em otimismo ou pessimismo espontâneo.

Para Keynes (1992) um dos motivos da instabilidade econômica, inerente à natureza humana, reside no fato de que “grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica”. A regularidade da liquidação dessas dívidas está condicionada a confirmação dessas expectativas, que não encontram garantia se considerarmos uma economia de mercado.

Neste cenário, quando se exaure de forma abrupta o otimismo que alimentava a expansão do crédito e que excitava o comportamento imprudente dos endividados, a crise é deflagrada. Para Minsky, o crescimento no fornecimento de crédito em bons momentos econômicos e o subsequente declínio no fornecimento fragilizavam os arranjos econômicos e aumentavam a probabilidade de uma crise” (KINDLEBERGER E ALIBER, 2013).

3.3 EFEITOS DA CRISE DE 2008

Quando a crise financeira de 2008 começou a mostrar sinais de recuperação no contexto internacional, a falência do Lehman Brothers conferiu à crise um caráter sistêmico. Tal evento implicou na paralisação das operações interbancárias e na propagação da desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros, em escala global.

No auge da crise, bancos e economistas clamavam pela injeção de trilhões de dólares como medida de resgate de Wall Street e dos demais centros financeiros inseridos nos países desenvolvidos. A resposta veio em forma da criação de nova dívida e geração de déficits públicos, aclamada pelos agentes dos mercados financeiros e pelos investidores.

No afã de evitar uma situação catastrófica nos moldes da Grande Depressão, o governo não hesitou em realizar grandes volumes de injeções de capital público na forma de assistência de liquidez às grandes instituições, garantias a depositantes e credores, injeções de capital em instituições financeiras, além de canalizar recursos vultosos para o reaquecer suas economias. Concomitante a isso, os déficits fiscais se agravaram devido a redução das receitas em função do ambiente recessivo. Denota-se que a profunda alavancagem do sistema financeiro foi, em parte, substituída pelo aumento da alavancagem do setor público (FARHI, 2010).

Segundo Farhi (2010), a partir do segundo semestre de 2009, conforme os preços dos ativos se recuperavam e os lucros de grande parte das instituições financeiras se restabeleciam, a percepção dos participantes dos mercados financeiros da volta ao *business as usual* ganha vigor e as convicções neoliberais voltam a preponderar. Resulta disso que o poder de barganha dos que se opõe as reformas da supervisão e regulação financeira aumenta, e uma nova rodada de alavancagem das instituições é estimulado, em virtude dos baratíssimos fundos públicos aportados pelos bancos centrais e pelos Tesouros no provimento de liquidez ao sistema. Assim, diante do agravamento dos desequilíbrios fiscais e da dívida pública, a crise financeira se desloca do eixo privado para o público, obedecendo uma dinâmica da supremacia dos

mercados. Isso expressou-se no grande aumento das posições em derivativos de crédito – no qual o ativo subjacente eram os títulos das dívidas soberanas - e a forte alta de seus preços.

Convém mencionar que uma crise dos riscos soberanos apresenta grande tendência de voltar a ser uma crise privada, uma vez que o grande volume de títulos soberanos se encontra nos ativos dos balanços de pagamentos dos grandes bancos internacionais. Esse viés se configura uma ameaça a incipiente recuperação econômica e pode expor a economia a um *double dip*, cuja gravidade será maior quanto menor for o alcance das políticas anticíclicas (FARHI, 2010).

A falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, implicou na restrição dos créditos bancários aos países bálticos (Lituânia, Estônia e Latvia) e a Islândia, países que compartilhavam um perfil de alta dependência dos empréstimos provenientes de bancos internacionais, em especial os europeus. A grande concentração de capitais estrangeiros nesses países, somado a um crescimento econômico acelerado no início da década de 1990, criou as condições para que a crise financeira impactasse suas economias de forma aguda, em virtude de seus altos déficits em conta corrente e de dívidas internas e externas denominadas em divisas (FARHI, 2010).

O FMI e a União Europeia prescreveram a esses países uma política econômica de deflação, que foi aceita pelos países bálticos, já que se recusavam a desatrelar suas taxas de câmbio em relação ao euro. A referida política fiscal culminou em uma queda substancial do PIB desses países. Contudo, seus mercados sofreram pouco impacto, considerando que se tratavam de economias de dimensões pequenas e que os financiamentos se davam via empréstimos bancários.

No final de 2009, os agentes de mercado tenderam a rejeitar o aumento das proporções dos débitos públicos em suas carteiras. A pressão de mercados visou, em especial, as economias mais fragilizadas da zona do euro, a exemplo da Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha. Um acrônimo pejorativo foi atribuído a esse grupo de países, denominados de PIGS.

A Comunidade Europeia demorou a reagir aos efeitos da propagação da crise. O Banco Central Europeu mostrou-se resistente em baixar a taxa de juros ou a prover liquidez de forma ampla. A Comunidade Europeia, desde a sua constituição, alicerçou-se na premissa de que a preservação da competitividade da Europa diante do sistema global se daria com a disciplina monetária e fiscal. No entanto, alguns estados-nação inseridos à zona do euro tinham como característica histórica uma tendência a gerar elevados déficits fiscais e de adotar políticas monetárias de cunho excessivamente expansionistas (DYMSKY, 2010).

Embora as dívidas públicas e os déficits fiscais tenham se ampliado na maioria das economias envolvidas sem que fossem acometidas por pressões especulativas, a zona do euro sofreu com as pressões dos mercados financeiros. Isso porque o período de *boom* ou de bolha anterior havia encoberto mazelas da moeda única europeia e fomentado a expansão do ritmo dos gastos públicos. As referidas mazelas estão relacionadas com o fato de que os países que compõem a zona do euro não podem emitir essa moeda, essa faculdade é restrita apenas ao Banco Central Europeu, porém podem emitir títulos da dívida pública denominadas em euro. Mesmo na falta de um mecanismo de ajuste pela taxa de câmbio, a zona do euro não dispunha de um prestador de última instância (FARHI, 2010).

A reação à crise na zona do euro aconteceu de formas distintas em cada nação, de modo que as relações entre as políticas macroeconômicas com os países vizinhos mostravam-se confusas. Os países do Sul acabaram por seguir a estratégia francesa, no empenho de sustentar o nível de emprego e a estabilidade econômica e política. As nações do Norte, notadamente a Alemanha, optaram pela adoção dessa mesma estratégia para sair da recessão. A Alemanha, motivada pela posição forte em relação à China, via nessa estratégia uma alternativa viável para a reconstrução da posição externa e para o restabelecimento do crescimento da economia (DYMSKY, 2010).

A adoção dessa estratégia teve repercussão negativa nos países mais vulneráveis da zona do euro, já que o crescimento via exportações não deixa espaço para que se viabilize uma política keynesiana de expansão da demanda, que poderia restaurar o poder de compra nos demais países europeus. Em sentido contrário, a Alemanha passou a exigir mais disciplina aos estados do Sul. Diante da troca de governo na Grécia em meados de 2009, as finanças gregas se deterioraram em pouco tempo e expuseram uma condição muito pior do que supunham o público e os mercados. Foi nesse ponto que se iniciou o colapso da Zona do Euro (DYMSKY, 2010).

Restou a debilitada Grécia, mesmo após cortes nas suas despesas, recorrer a empréstimos para cobrir os gastos públicos, e reduzir benefícios e salários dos cidadãos. Diante da tentativa de financiamento por empréstimos, os mercados financeiros se mostraram descrentes na capacidade grega de retomar o equilíbrio. A Grécia, impossibilitada de desvalorizar a sua moeda, para restaurar o equilíbrio fiscal e comercial só poderia recorrer a redução drástica dos salários. Os tímidos pacotes de empréstimos pelo FMI e pela Comunidade Europeia passaram longe de ser suficientes para reverter a situação da economia grega, permanecendo seu rombo estrutural (DYMSKY, 2010).

O desequilíbrio fiscal logo transparece nas outras nações dos PIGS, que acabam submetidas ao quadro de austeridade, tendo que reduzir gastos públicos e aumentar impostos. Essas medidas têm como efeito colateral a redução da demanda e o aumento do desemprego (DYMSKY, 2010).

As pressões dos mercados revelaram-se ainda mais incisivas quando a classificação de riscos da Grécia, Espanha e Portugal foram reduzidas. O pacote de resgate indica a força das pressões dos mercados. Os estados da Zona do Euro e o FMI tiveram que aplicar US\$ 1 trilhão para fins de estabilização das dívidas, e o Banco Central Europeu foi compelido a adotar medidas até então vistas como sacrílegas, a saber, a aquisição dos títulos de dívida pública sob posse dos bancos privados (FARHI, 2010).

Na zona do euro passou a prevalecer o rigor a austeridade. A pressão dos mercados abalou a validade dos pressupostos de Basileia de que os títulos públicos não apresentam riscos e, por conseguinte, de que não é preciso que os bancos disponham de reserva de capital para eles. O período também marca, em relação as economias desenvolvidas, a rejeição pelas carteiras privadas do “efeito de portfólio” descrito por Minsky, no qual a emissão de dívida pública em um período de crise contribuiu para a estabilização econômica, visto que provê os agentes privados com ativos seguros (FARHI, 2010).

Sobre o fracasso da Zona do Euro, Dymisky (2010) assevera haver três razões. A primeira refere-se a estratégia escolhida pelas nações do Norte para dotar toda a Europa de competitividade, a saber, pela austeridade e pela restauração da competitividade externa. Essa estratégia não funcionaria para todas as nações europeias. A segunda razão é que a implementação de uma política keynesiana de estímulo da demanda, necessária para revigorar a demanda nos membros do Sul, não pode ser feita sem a anuência de toda a Comunidade Europeia em flexibilizar suas próprias regras. Por fim, a terceira razão está na tentativa falha de controle e regulação dos bancos, que foi prejudicada pela competição dos centros financeiros da Zona do Euro com a “city londrina” e Wall Street (DYMSKY, 2010).

3.4 POLÍTICA DE INTERVENÇÃO PÚBLICA APÓS A CRISE NOS ESTADOS UNIDOS

A resposta do governo norte-americano à crise financeira originada no mercado de hipotecas *subprime* teve seu primeiro esboço no governo Bush, apesar de seu viés conservador, e manteve sua continuidade no governo sucessor de Barack Obama. Embora o volume expressivo de ações pontuais tanto do Tesouro quanto o Federal Reserver (Fed), a intervenção pública expressou-se precipuamente por três grandes planos: o House Recovery Act (HERA) e

o Troubled Asset Relief Program (TARF), ambos criados no governo Bush; e o American Recovery and Reinvestment Act (ARRA), lançado no primeiro ano do governo Obama (BASTOS; MATTOS, 2011).

Segundo Mattos e Bastos (2011), é possível identificar nesse conjunto de ações anticrise três naturezas distintas. A primeira refere-se as ações de natureza patrimonial, que ocorre da seguinte forma: o Fed e o Tesouro compram participações acionárias de empresas majoritariamente financeiras, com o escopo de resgatá-las da insolvência por meio de injeção de capital. Intervenções dessa natureza foram essenciais para a preservação do sistema financeiro, evitando o colapso economia norte-americana, evento que repercutiria de forma desastrosa no resto do mundo. Operações de compra de ativos ou estatizações também se mostraram essenciais para a sustentação do setor automobilístico norte-americano.

As operações de crédito realizadas pelo Fed foram outra forma de intervenção associada diretamente ao setor financeiro. Contando às vezes com a participação do Tesouro, essas operações atuaram no restabelecimento do mercado de crédito, além de reduzir o spread da taxa de juros. A reativação do mercado de crédito impediu que a atividade econômica paralisasse.

Sobre o mercado acionário, é válido mencionar a intervenção do governo no mercado imobiliário através da reestatização das agências Fannie Mae e Freddie Mac, patrocinadas pelo governo. Salvar estas agências era fundamental, visto que elas tinham papel crucial tanto no seguro quanto na securitização de títulos de hipoteca. Sua quebra geraria um grande impacto num mercado que foi determinante no desenvolvimento da crise *subprime*. Num cenário de esfacelamento desse mercado, o aumento de *foreclosures* manteria ou até impulsionaria a tendência de deflação no mercado imobiliário, impactando o já fragilizado mercado financeiro. Outro ponto importante dessas ações foi evitar uma queda maior do emprego no setor. Por fim, têm-se as medidas de natureza mais claramente fiscal, estabelecidas através do ARRA, que consistem na implementação de programas com vistas a elevar o gasto/renúncia tributária e transferências para indivíduos (BASTOS; MATTOS, 2011).

Em relação ao TARP, parte considerável da alocação de seus recursos apresentaram, como custo fiscal efetivo, uma parcela reduzida do desembolso original. A Tabela 2 evidencia as principais contas do TARP.

Tabela 2: Principais componentes do Troubled Asset Relief Program – TARP (2010)

(Em US\$ bilhões)

	Comprometido	Desembolso	Pagamento	Renda
Programa de Compra de Capital (Capital Purchase Program)	204,89	204,89	180,56	25,32
Programa de Investimento Focado (Targeted Investment Program)	40,0	40,0	40,0	4,43
Programa de Garantia de Ativos (Asset Guarantee Program)	5	0	-	3,04
Iniciativa de Empréstimos a Consumidores e Empresas (Consumer and Business Lending Initiative)	5,24	0,67	-	-
Programa de Investimento Público-Privado de Seguros de Patrimônio Residencial (Legacy Securities Public-Private Investment Program)	22,41	15,56	0,59	0,43
American International Group – AIG ¹	69,84	67,84	12,82	0,32
Programa de Financiamento à Indústria Automotiva (Automotive Industry Financing Program)	81,76	79,69	34,65	4,96
Programas de Habitação do Tesouro (Treasury Housing Program)	45,63	1,96	-	-
Total	475,0	410,61	268,62	35,46

Fonte: (APUD BASTOS; MATOS, p. 176, 2011)

Dos programas elencados na Tabela 2, o mais expressivo em termos de recursos alocados é o de socorro as instituições financeiras, que apresentou um índice de repagamento superior aos 80%, com rendimento de aproximadamente US\$ 25 bilhões sobre os ativos adquiridos pelo Tesouro.

A ação do TARP transcendeu o programa de compra de ativos, abarcando outros 3 programas de crédito. O primeiro diz respeito à Iniciativa para o Desenvolvimento do Capital das Comunidades (Community Development Capital Initiative), cujo objetivo é apoiar instituições e comunidades carentes de intermediários financeiros. O segundo programa, denominado de Term Asset Backed Security Lending Facility, foi criado com o escopo de prover empréstimos para a compra de ativos securitizados e com clássico AAA, contemplando crédito ao consumo, empréstimos estudantis, créditos a pequenas empresas e empréstimos para imóveis comerciais. O programa previu ainda a criação de um fundo, por parte do Tesouro, para a compra dos ativos securitizados, caso os tomadores desses recursos se tornassem inadimplentes. O terceiro programa consistia no apoio ao financiamento de empresas de pequeno porte, o chamado Programa de Empréstimos Garantidos da Administração de Pequenas Empresas (BASTOS; MATTOS, 2011).

Destaca-se outra importante medida dispendida pelo governo federal foi o HERA, também vinculada ao mercado imobiliário, concerne aos subsídios creditícios concebidos aos compradores de primeiro imóvel. As referidas políticas fiscais foram realizadas em 2008 e

estendidas pelo presidente Obama até meados de 2010. Do HERA derivaram programas de refinanciamento, ainda na categoria de despesas, que buscavam subsidiar os detentores de hipotecas com o intuito de evitar o abandono das casas, fator que interfere negativamente tanto no valor das próprias hipotecas como sobre o mercado imobiliário no geral (BASTOS; MATTOS, 2011).

O ARRA, sancionado em 2009, atuou no sentido de cobrir uma ampla gama de itens de gasto e tributação, e subdivide-se em dois grandes blocos. O primeiro refere-se as divisões por apropriações (*appropriation divisions*), contemplando 16 títulos de gastos, sua área de atuação englobava a agricultura, defesa, meio ambiente, energia, transporte e habitação, entre outras. O segundo bloco é atinente ao itens tributários e transferências para pessoas e unidades subnacionais (BASTOS; MATTOS, 2011).

Tabela 3: Taxa de crescimento dos gastos públicos nos Estados Unidos (2008-2010 – trimestral)

	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Consumo e investimento	1,5	-3,0	6,1	1,6	-1,4	-1,6	3,9	3,9	-1,5
Federal	8,1	-5,0	14,9	5,7	0,0	1,8	9,1	8,8	-0,2
Militar	5,2	-8,4	16,8	9,0	-2,5	0,4	7,4	8,5	-2,1
Civil	14,8	2,6	10,9	-0,9	5,6	5,0	12,8	9,5	3,7
Estados e governos locais	-2,4	-1,7	1,0	-1,0	-2,3	-3,8	0,6	0,7	-2,4

Fonte: (APUD BASTOS; MATOS, p. 182, 2011).

A tabela 3 revela o que esforço de gasto do governo norte-americano, apesar de dispêndios com pacotes como o ARRA, foi bastante contido em vários trimestres. É possível observar que em dois trimestres de 2009 houve redução do gasto total e, no acumulado do ano, o crescimento foi de apenas 1,6%. A partir da tabela, pode-se atribuir aos estados e governos locais a responsabilidade principal pela inibição dos efeitos das políticas fiscais anticíclicas deflagradas pelo governo federal (BASTOS; MATTOS, 2011).

Outra tendência observada é a contração dos gastos em seis dos nove trimestres estudados e, mesmo nos trimestres em que o gasto se elevou, as taxas foram muito reduzidas. Contudo, esse comportamento dos estados ocorreu apesar do governo federal ter elevado sua transferência de recursos para as unidades subnacionais através do ARRA. A despeito das limitações da política fiscal contracíclica norte-americana, as análises de seu impacto na macroeconomia indicam que o papel do estado foi fundamental para a superação da crise econômica (BASTOS; MATTOS, 2011).

A tabela abaixo, publicada pelo Council of Economic Advisers (UNITED STATES, 2010), exibe de forma comparativa as diversas estimativas concernentes ao impacto do produto, em específico, do ARRA.

A tabela 4 demonstra que de início, a contribuição das medidas fiscais amparadas pela instituição do ARRA apresentaram valores muito limitados no que diz respeito ao crescimento do nível de produto, mas passaram a aumentar cada vez mais no período observado.

Tabela 4: Estimativa de efeitos do American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) no nível de PIB americano
(Em %)

	2009:Q2	2009:Q3	2009:Q4	2010:Q1	2010:Q2	2010:Q3
CEA: Model Approach	+0,8	+1,7	+2,1	+2,5	+2,7	+2,7
CEA: Projection Approach	+0,7	+1,1	+2,1	+2,7	+2,7	+2,7
CBO: Low	+0,8	+1,2	+1,4	+1,7	+1,7	+1,5
CBO: High	+1,3	+2,4	+3,3	+4,1	+4,5	+4,2
Goldman Sachs	+0,5	+1,4	+1,9	+2,3	+2,6	+2,4
IHS/Global Insight	+0,5	+1,2	+1,7	+2,0	+2,2	+2,3
James Glassman, J.P. Morgan Case	+1,3	+1,8	+2,6	+3,2	+3,7	+3,5
Macroeconomic Advisers	+0,5	+1,0	+1,4	+1,7	+2,1	+2,1
Mark Zandi; Moody's Economy.com	+0,8	+1,6	+2,2	+2,5	+2,7	+2,7

Fonte: (APUD BASTOS E MATOS, p. 183, 2011)

Em 2010, essa contribuição ultrapassou os 2,5 pontos percentuais e, segundo estimativas das instituições listadas, a ausência do ARRA o nível de produto em 2010 teria sido inferior em 2,5% em relação ao que se efetivamente registrou. Em relação ao emprego, em 2009, observa-se um quadro semelhante, em que a média de empregos proporcionados direta e indiretamente pelo ARRA alcançou 1 milhão de postos, vindo a subir em 2010 para 2 milhões de novos empregos (BASTOS; MATTOS, 2011).

Blinder e Zandi (2010) estimaram o impacto financeiro da intervenção do governo no socorro emergencial, principalmente no tocante ao programa TARP. A conclusão a que se chegou é que, não fosse a intervenção após a crise, a taxa de desemprego estaria mais de 5 (p.p) acima de uma simulação observada (BASTOS; MATTOS, 2011).

4 ANÁLISE DAS CRISES DE 1930 E DE 2008 NA PERSPECTIVA BRASILEIRA

4.1 REPERCUSSÃO DA CRISE DE 1930 NO BRASIL

4.1.1 Contexto Histórico

Ao final do século XIX a situação do Brasil era extremamente favorável ao cultivo de café. Estimulado pela inflação de crédito, que possibilitou o financiamento de novas terras e a elevação do preço do produto pela depreciação cambial, verificou-se uma expansão da produção, que aumentou de 3,7 milhões de sacas de (60 kg) em 1880-81 para 5,5 em 1890-91, alcançaria em 1901-02 16,3 milhões (FURTADO, 1998).

O aumento de preços do café, contudo, seria interrompido no longo prazo, a julgar a elasticidade da oferta de mão-de-obra e a abundância de terras. Porém, enquanto o preço desse artigo não declinasse abaixo da vantagem comparativa que o produto conferia ao Brasil, os capitais gerados no país afluíam para o seu cultivo. Assim, era inevitável que a oferta tendesse a crescer (FURTADO, 1998).

Furtado (1998) explana que as condições favoráveis à cultura do café permitiram ao Brasil o controle majoritário da oferta mundial desse artigo, o que conferiu ao país uma situação privilegiada diante da primeira crise de superprodução. Diante da baixa dos preços, a política de defesa implicaria na contração artificial da oferta. Quando se deflagra a crise de 1893, os preços no mercado mundial começaram a declinar, ocorrendo o mesmo com a nova depressão em 1897. Em 1893, os efeitos da crise puderam ser neutralizados pela depreciação externa da moeda, embora tenha imposto uma enorme pressão sobre a massa de consumidores urbanos. Diante disso, em 1897, uma nova depreciação seria inviável.

Dada a impossibilidade de recorrer ao mecanismo cambial na defesa do setor cafeeiro, a resposta à crise de superprodução amparava-se na ideia de retirar do mercado parte dos estoques. Furtado (1998) aponta que essa política de “valorização”, proposta pelos dirigentes cafeeiros, consistia essencialmente em:

- a) O governo intervir no mercado, mediante a compra de excedentes, a fim de restabelecer o equilíbrio entre oferta e procura de café.
- b) O financiamento dessas compras se faria com empréstimos estrangeiros.
- c) O serviço desses empréstimos seria coberto com um novo imposto cobrado em ouro sobre cada saca de café exportada.

d) Os governos dos estados produtores deviam desestimular a expansão das plantações para evitar os problemas no longo prazo.

Liderados por São Paulo, os estados cafeicultores põem em vigor o esquema de valorização, sem contar com o apoio do governo federal. Para viabilizar a política e diante da relutância do governo, os dirigentes cafeeiros buscaram diretamente o crédito internacional. Assim, restou ao governo federal assumir a execução da política. O êxito dessa política consolidou a vitória dos cafeicultores diante da oposição, e permitiu que o grupo permanecesse no poder até 1930, submetendo o governo federal aos interesses de sua política econômica (FURTADO, 1998).

O problema que o referido plano de defesa dos preços do café impunha refere-se ao crescimento da capacidade produtiva, visto que os elevados lucros tendiam a direcionar-se para a própria cultura do café. Para Furtado, “o mecanismo de defesa da economia cafeeira era, em última instância, um processo de transferência para o futuro da solução de um problema que se tornaria cada vez mais grave” (FURTADO, p. 194, 1998).

O plano de defesa do café se viu em situação de extrema vulnerabilidade em face da crise mundial de 1929, visto que a produção do café, estimulada de forma artificial, apresentou forte expansão, chegando a quase cem por cento entre 1925 e 1929. O problema era que a enquanto a produção crescia, as exportações mantinham-se estáveis, a exemplo do ocorrido entre 1927 e 1929, onde verificou-se que as exportações foram capazes de absorver só dois terços da quantidade produzida. Isso porque a procura por café era pouco sensível as mudanças nos preços, ou seja, se contraía pouco nas depressões e se expandia pouco nas etapas de grande prosperidade. Dessa forma, a despeito do aumento da renda real verificada nos países industrializados ocorrida na década de 1920, a dinâmica própria da procura permaneceria praticamente inalterada. Havia, portanto, um desequilíbrio estrutural entre oferta e procura (FURTADO, 1998).

Portanto, apesar forte expansão econômica dos anos 1920, não havia saída para os estoques, já que a capacidade produtiva não parava de crescer. A situação se tornara insustentável. As retenções de estoque alcançaram, entre 1927-29, a cifra de 1,2 milhões de contos, o que representa, ao nível de preços de 1950, cerca de 24 bilhões de cruzeiros. Em 1929 o valor dos estoques acumulados chegou a dez por cento do produto territorial bruto do ano (FURTADO, 1998).

Furtado (1998) dispõe que, até 1929, o financiamento desses estoques foi realizado mediante empréstimos estrangeiros que, somados a afluência de capitais privados que se

evidenciava no período, proporcionou uma situação cambial extremamente favorável, induzindo o governo a adotar uma política de conversibilidade. Dessa forma, deflagrada a crise no último trimestre de 1929, as reservas metálicas acumuladas à custa de empréstimos externos foram dissolvidas dada a fuga de capitais verificada no país.

As reservas, que alcançaram a soma de £31 milhões em setembro de 1929, despencaram para £14 milhões em agosto de 1930, sofrendo grave esgotamento até 1931. No ano de 1932 verificou-se a queda das importações a um quarto do seu valor registrado em 1928, enquanto as exportações apresentaram declínio de aproximadamente um terço (ABREU, 1989).

O crônico problema da escassez de divisas redundou no acúmulo de atrasados comerciais e financeiros, que não rendiam juros e estavam sujeitos ao risco de câmbio. Consonante a isso, Abreu (1989, p. 82) assinala que:

Embora os devedores tivessem liquidado as suas dívidas, recolhendo seu valor em mil-réis, não havia cobertura cambial disponível para liquidar os compromissos em moeda estrangeira. Este problema foi recorrente na década de 1930, tornando-se uma das principais fontes de atrito entre o Brasil e seus parceiros.

O panorama desfavorável da economia internacional, aliado a crise cambial brasileira, implicou na redução no estoque de inversões diretas estrangeiras. Registrou-se, dessa forma, redução do capital de algumas firmas, bem como falências e nacionalização de outras firmas, além da transferência de ativos de investidores europeus para investidores norte-americanos (em virtude da contração dos investimentos europeus) (ABREU, 1989).

4.1.2 Políticas de defesa e a Crise de 1930

Apesar do advento da crise mundial, a produção cafeeira teria que continuar em trajetória de crescimento, considerando a expansão das plantações até aquele momento. A produção máxima, provinda das grandes plantações de 1927 e 1928, se daria no ponto mais baixo da depressão, no ano de 1933.

Em 1929-30, a crise cambial que acomete o Brasil impede a continuidade da liquidação integral do serviço da dívida, dado que isso demandaria um montante excessivo do saldo comercial, além de que a depreciação dos mil-réis elevou a carga do serviço da dívida externa sobre os três níveis de governo (ABREU, 1989).

No período de 1930-31, o mil-réis sofre desvalorização de 55% (mil-réis/US\$). A drástica desvalorização da moeda era vista com temor pelas autoridades brasileiras que tentavam veementemente contê-la, visto que a não sustentação das taxas implicaria na redução da receita cambial proveniente do café, dado o declínio dos preços internacionais. Ademais,

uma taxa de câmbio sustentada facilitava a liquidação dos compromissos do governo em moeda conversível. A existência do controle de importações preservava os interesses iminentes a indústria diante da competição internacional e obtinham insumos relativamente mais baratos. (ABREU, 1989).

Contudo, a impossibilidade de captação de crédito externo para financiamento da retenção de novos estoques – fruto da depressão no mercado internacional e pela falta de crédito do governo em virtude da evaporação das reservas – fez com que se recorresse ao clássico mecanismo de defesa cambial (FURTADO, 1998).

A grande acumulação de estoques de 1929, o esgotamento das reservas metálicas brasileiras e as dificuldades de financiamento das safras previstas para o futuro provocaram uma aceleração na queda do preço internacional do café. Dado que a procura do café tem baixa elasticidade em relação ao preço, somaram-se o efeito de duas crises, uma do lado da procura e outra do lado da oferta (FURTADO, 1998). A tabela 5 revela a queda dos preços do café a partir de 1929.

Tabela 5: Brasil – Exportação e preços do café – em números índices. (1939= 100)

ANO	EXPORTAÇÕES	PREÇO INTERNO DO CAFÉ	PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ
1928	144	151	309
1929	136	142	294
1930	141	88	173
1931	112	97	157
1932	133	113	141
1933	153	98	121
1934	148	110	149
1935	98	116	118
1936	136	104	126
1937	126	131	147
1938	121	99	102
1939	100	100	100
1940	87	97	94

Fonte: (APUD PELÁEZ, p. 17, 1968)

A baixa do preço internacional do café e a dissolução do sistema de conversibilidade geraram a queda do valor externo da moeda, trazendo alívio ao setor cafeeiro. Apesar dessa baixa, o mercado internacional não foi capaz de absorver toda a produção, em virtude da baixa elasticidade da procura em relação aos preços. Colocando em segundo plano a defesa dos

preços, aumentou-se o volume físico de exportação do café. Ainda assim parte considerável da produção ficou fora do mercado (FURTADO, 1998).

Conforme pontuou Furtado (1998), fazia-se necessário lançar mão de medidas suplementares. A depreciação da moeda, ao mitigar os efeitos da queda do preço internacional do café, estimulava os empresários brasileiros a continuar a colher e assim manter a pressão sobre o mercado, gerando uma nova baixa dos preços e nova depreciação da moeda, aprofundando a crise. Dessa forma, a política cambial, como instrumento de defesa, tinha seu alcance limitado.

Era necessário impedir que os estoques invendáveis pressionassem os mercados e gerassem maiores baixas de preços. O financiamento da retenção de estoque se faria mediante recursos internos. Isso agravaria o desequilíbrio externo e depreciaria ainda mais a moeda, favorecendo, de forma indireta, o setor exportador. O problema dessa política é que esse excedente de produção retirado do mercado não poderia ser vendido dentro de um prazo razoável. Nesse contexto que se impõe a medida de destruição dos excedentes das colheitas, de forma a alcançar o equilíbrio entre a oferta e a procura em nível mais elevados de preços (FURTADO, 1998).

Para Furtado (1998), o preço do café estava condicionado fundamentalmente a estrutura da oferta, perpassando a década de 1930 de forma indiferente ao processo de recuperação que se passava nos países industrializados, que ocorreu a partir de 1934.

4.1.3 A política cafeeira diante da crise de 1930

No início da Grande Depressão, São Paulo lidera a defesa do preço do café após a brusca queda de preços no mercado internacional, ocorrida no fim de 1929. Tal como se fez no passado, o preço do café seria sustentado através da retenção de parte da produção. Para tanto, foi feito um empréstimo de vinte milhões de libras com instituições estrangeiras. A política fracassou, a aquisição de sacas de café foi mais onerosa do que se previa, e o que sobrou dos empréstimos não foi suficiente para cobrir os adiantamentos. Dessa forma, como é característico na fase de recessão, parte do empréstimo destinou-se ao pagamento do principal e dos juros (PELÁEZ, 1968).

Com a derrubada do governo federal em 1930, surge uma nova fase no tocante as políticas de defesa do café. O governo adota duas medidas. A primeira foi a obtenção de uma linha de crédito com a companhia Hard, Rand & Co., que seria direcionada à aquisição de café. A medida previa que o produto das vendas de café se destinaria a amortização do empréstimo.

O plano consistia em conceder a uma das casas exportadoras, a Hard, Rand & Co., o monopólio das vendas, tendo como contrapartida um adiantamento sobre o café vendido. Assim, os adiantamentos serviriam para implementar o plano de aquisição de café. A segunda medida se tratava de um acordo de troca de trigo por café, celebrado com os Estados Unidos, contratada com a Grain Stabilization Corporation de Chicago e a Bush Terminal Company de Nova York, que por meio da venda subsequente do cereal, concederia ao governo 189 milhões de mil réis. O produto da venda do trigo foi canalizado à aquisição de excedentes do café (PELÁEZ, 1968).

Em dezembro de 1930, procurando uma solução para a crise que se agravava, o governo do Presidente Vargas, aprova a compra de estoques acumulados, a fim de evitar o ônus sobre as safras futuras. Posteriormente, em maio de 1931, o governo cria o Conselho Nacional do Café, proposto pelos representantes cafeicultores. Suas funções mais importantes são duas, a saber: arrecadar o imposto de exportação e comprar os excedentes (PELÁEZ, 1968).

Em novembro de 1931, ocorre a substituição do ministro da Fazenda, onde J.L Whitaker dá lugar a Oswaldo Aranha. Na gestão de Whitaker, a política de defesa do café se resumiu ao financiamento para a aquisição do produto, feito da seguinte maneira: Até novembro de 1931 o financiamento do café deu-se via empréstimos concedidos pelo Banco do Brasil, na monta de 150 milhões de mil réis, além do produto das vendas do trigo pela troca do café e dos fundos obtidos pelo acordo com a Hard, Rand & Co. Na gestão de Whitaker, o governo brasileiro adquiriu aproximadamente seis milhões de sacas no valor de 340.473 contos de réis (PELÁEZ, 1968).

No final de 1931, sob a nova gestão, a política de sustentação de café sofre modificações. Aumenta-se o imposto de exportação destinado a amortização do empréstimo de 1930 e determina-se que sejam destruídas 12 milhões de sacas à razão de um milhão por mês. A destruição de café mostra-se extremamente onerosa, encontrando dificuldades para a eliminação da quantidade planejada (PELÁEZ, 1968).

A tabela 6 especifica a receita e despesa do Conselho Nacional do Café até 16 de fevereiro de 1933.

Tabela 6: Brasil – Receitas e despesas do Conselho Nacional do café - Em 16 de fevereiro de 1933 - Em milhões de mil réis.

DESPESA		RECEITA	
A — Conta dos 5 shillings		A — Conta dos 5 shillings	
1) Seguro e Armazena- gem	10	1) Arrecadação do Impós- to	212
2) Amortização do Em- préstimo de 1930	230	2) Venda do café do Es- tado de S. Paulo	39
3) Pagamentos Diferidos do empréstimo de 1930	75	3) Outros créditos dos fa- zendeiros	27
4) Outras Despesas	47	Subtotal	278
Subtotal	362		
B — Conta dos 10 shillings		B — Conta dos 10 shillings	
1) Compra de Café	963	1) Arrecadação do imposto de 3 a 10 shillings ..	762
2) Armazenagem e des- truição	28	subtotal	762
3) Frete	63	C) A + B	1.040
4) Despesas Gerais e de Propaganda	24	D) Crédito concedido p Banco do Brasil	250
5) Juros e Comissões Ban- cárias	75	E) Crédito concedido p Tes. Nacional	250
6) Outros	28	Subtotal	500
Subtotal	1.181	Total	1.540
Total	1.543		

(*) Diferença entre despesa e receita devido a arredondamentos.

Fonte: (APUD PELÁEZ, p. 24, 1968)

As duas subcontas referem-se aos dois tipos de impostos que incidem sobre o café, o de 5 shillings, direcionado para a amortização do empréstimo de 1930 e o de 10 shillings, canalizado para o financiamento da compra de excedentes. Somados a esses impostos, lançou-se um terceiro, correspondente a 3 shillings por saca exportado, cuja a finalidade era fornecer fundos para o pagamento dos juros do empréstimo de 1930 (PELÁEZ, 1968).

O total das despesas alcançou a cifra de 1.543 milhões de mil réis, sendo que a maior parte desse total destinou-se a despesas com a compra de café e amortização do empréstimo de 1930. Conforme indica a coluna das receitas, a maior parte das despesas financiaram-se via impostos de exportação, no montante de 1.043 milhões de réis. O restante das despesas foi coberto pelo crédito a curto prazo concedido pelo Banco do Brasil e Tesouro Nacional, sob a garantia da arrecadação do imposto de exportação. Acerca das relações entre o Banco do Brasil

e o Conselho Nacional do Café, o Ministro da Fazenda determinava que o Banco concedesse ao Conselho os fundos oriundos da conta utilizada para o pagamento dos juros da dívida externa do Brasil. O contrato estipulava a amortização da dívida até outubro de 1934. O CNC, por sua vez, emitia notas promissórias em favor do Banco do Brasil e do Tesouro (PELÁEZ, 1968).

O CNC foi extinto em fevereiro de 1933, dando lugar ao Departamento Nacional do Café (DNC). Suas funções consistiam, essencialmente, em arrecadar os impostos de exportação e de executar a política de sustentação do café. Similar ao CNC, os recursos para financiamento da compra e incineração do café advinham do imposto de exportações do café. Para garantir a execução da compra do café, o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional forneceriam ao Departamento Nacional do Café fundos garantidos pela arrecadação do imposto. A arrecadação mensal do imposto de exportação, portanto, pagava o empréstimo concedido (PELÁEZ, 1968).

A Tabela 7 mostra a quantidade de café destruída no Brasil ao final de cada ano da década de 1930.

Tabela 7: Café destruído no Brasil e a oferta mundial (1000 sacas)

ANOS	CAFÉ DESTRUÍDO ATÉ O FIM DO ANO	OFERTA APARENTE MUNDIAL AO FIM DO ANO
1931	2,825	6,936
1932	12,155	6,239
1933	25,842	7,590
1934	34,108	6,648
1935	35,801	7,835
1936	39,532	7,919
1937	56,728	7,054
1938	64,732	7,850
1939	68,252	8,079
1940	71,069	—

Fonte: (APUD PELÁEZ, p. 25, 1968)

Verifica-se que até o final de 1933, o governo brasileiro através do CNC e DNC destruiu cerca de 26 milhões de sacas, financiada exclusivamente pela expansão do crédito. Tal expansão se deu, principalmente, por meio da instituição de novos impostos, de 3 e 15 shillings (PELÁEZ, 1968).

O governo dispendeu na aquisição de 26 milhões de sacas o montante 1.728.867.334 mil réis, tendo arrecadado através de impostos 1.593.637.729 mil réis. O balanço de 31 de

dezembro de 1933 do D.N.C indica que somente 847 milhões não foram cobertos por impostos. O Banco do Brasil e o Tesouro Nacional canalizaram recursos no total de 569 milhões de mil réis ao C.N.C e ao D.N.C, enquanto o Tesouro Nacional contribuía com 250 milhões, somando 819 milhões. Diante do exposto, depreende-se que houve um grande déficit orçamentário que contribuía, significativamente, para a recuperação da economia nacional (PELÁEZ, 1968).

4.1.4 Consequências da política cafeeira no Brasil

Diante da deflagração da crise em 1929, a política de defesa do café, alicerçada na retenção e eliminação de parcela da produção deste artigo, assegurou os preços mínimos de compra, capazes de remunerar a miríade dos produtores e assim atuar no sentido de preservar o nível de emprego no setor exportador e, de forma indireta, os setores produtores que atuavam no mercado interno. Assim, a política cafeeira, ao impedir uma queda acentuada na renda monetária do setor de exportação, obteve que os efeitos provenientes do multiplicador de desemprego incidissem sobre o restante dos setores da econômica (FURTADO, 1998).

Nos anos de depressão, a produção de café crescia aceleradamente, fruto das plantações passadas, apresentando seu ponto máximo em 1933. Fica evidente a importância de se permitir a colheita de quantidades crescentes de café, que assegurou que a renda dos produtores cafeeiros se reduzisse em menor grau do que se verificou em relação a renda global dos demais produtores agrícolas (FURTADO, 1998).

Fonseca (2010) assinala que “o governo, pragmaticamente percebendo a importância do café na pauta de exportações, preferiu incentivar a colheita, mesmo em havendo superprodução, e a destruído parcialmente com a queima do produto”.

Na contramão de outros países, a queda da renda monetária no Brasil foi relativamente pequena, na fase mais crítica da crise, em 1929, essa redução foi de 25% a 30%. Nos Estados Unidos, essa queda ultrapassou os 50%. Segundo Furtado (1998), o que explica esse contraste é que a baixa de preços nos EUA resultava em altos níveis de desemprego, diferentemente da situação do Brasil, onde o nível de emprego foi sustentado - via destruição da produção. Assim, se teria aplicado a política anticíclica proposta Keynes posteriormente. A esse respeito, Furtado (p.189, 1998) explana que:

[...] o valor do produto que se destruía era muito inferior ao montante da renda que se criava. Estávamos, em verdade, construindo as famosas pirâmides que anos depois preconizaria Keynes. Dessa forma, a política de defesa do setor cafeeiro nos anos da grande depressão concretiza-se num verdadeiro programa de fomento da renda nacional. Praticou-se no Brasil, inconscientemente, uma política anticíclica de maior amplitude que a que se tenha sequer preconizado em qualquer dos países industrializados.

Observa-se, portanto, que Furtado (1998) reconhece o pré-keynesianismo do governo Vargas na política de destruição dos estoques de café. Porém, a disposição em absorver o choque fiscal por meio da elevação do déficit público é o principal fator pelo qual se pode atribuir as políticas deflagradas pelo governo Vargas como pré-keynesianas (ABREU, 1989).

Abreu (1989) explana que a sustentação da demanda agregada foi viabilizada por políticas expansionistas de gastos, principalmente no tocante a aquisição e queima de café. Assim, a reorientação da demanda, conjugada à desvalorização do mil-réis e a sanção de controles das importações, pôde ser acomodada pela utilização mais intensiva da capacidade ociosa da indústria instalada no período precedente.

Dessa forma, a política adotada na década de 1930, caracterizada pela intervenção do governo na economia através de mecanismos de desvalorização do câmbio, expansão da oferta monetária, retenção e destruição de estoques de café, teria permitido a sustentação do nível de renda nominal e do produto, antecipando, mesmo sem uma teoria que lhe desse justificativa, as proposições de políticas anticíclicas de Keynes (FONSECA, 2010).

4.2 REPERCUSSÃO DA CRISE DE 2008 NO BRASIL

4.2.1 Efeitos da crise de 2008 no Brasil

O Brasil, diante da incidência da crise financeira, apresentava solidez dos fundamentos econômicos, tais como: reservas cambiais elevadas, bons indicadores de vulnerabilidade externa, sustentabilidade da dívida pública, entre outros, aliado ao fato de que o setor bancário brasileiro quase não opera com fundos de investimento que possuem em sua carteira títulos externos vinculados ao mercado *subprime* norte americano. Apesar disso, os efeitos da crise não deixam de se mostrar surpreendentes (DE PAULA, 2008).

Através de uma breve digressão, podemos entender porque esses efeitos atingiram a economia brasileira com tamanha intensidade. A economia brasileira, que outrora foi uma das que mais cresceram no mundo, perdeu vigor no início da década de 1980, superada pela crise da dívida externa e pelo regime de alta inflação que se estendeu até meados da década subsequente. Em 1992, o Brasil aderiu ao Plano Brady para superar o problema da dívida externa e praticou grande parte das recomendações do Consenso de Washington (FEIJÓ, *et al*, 2018). Assim, ao longo dos anos 1990 e anos 2000 o Brasil convergiu para uma situação de aprofundamento da liberalização financeira, valendo tanto para residentes quanto para não-residentes.

Pode-se atribuir à abertura da conta capital o fator que mais influenciou no agravamento da exposição do Brasil em face da instabilidade da economia mundial. Desde que o processo de abertura econômica teve início, apenas em meados dos anos 2000 o Brasil apresentou um cenário macroeconômico favorável. Esse período de crescimento econômico aconteceu num ambiente de condição externa favorável, caracterizado por um fluxo estável de capital estrangeiro, termos de troca favoráveis e inflação baixa (FEIJÓ, et al, 2018).

A liberalização financeira no Brasil permitiu que se criassem dois canais de contágio da crise financeira, por parte de residentes (bancos e grandes firmas) que depararam-se com dificuldade em obter financiamento no mercado financeiro internacional, seja na forma de empréstimos ou emissão de títulos; por parte dos não-residentes (investidores externos), visto que as perdas em outros mercados influenciam na venda de suas posições no mercado de ações e títulos, tanto para restituir parte de suas perdas, quanto por conta de um efeito manada dos investidores. Assim, a fuga de capital ensejada pela liberalização financeira dá início a queda nos preços das ações na bolsa de valores brasileira (PAULA, 2008).

Da crise financeira mundial derivou um outro efeito, os derivativos exóticos. Através deles as empresas exportadoras faziam operações de *target forward*, que consistiam na aposta, por parte das empresas exportadoras, na continuidade da apreciação cambial, realizando uma operação derivativa com os bancos no mercado futuro, dando a esses opção de compra de dólar a descoberto. Como resultado da aguda desvalorização cambial com o advento da crise, as empresas incorreram em grandes perdas, visto que os bancos fizeram cumprir sua opção de compra.

Segundo de Paula (2008), a utilização dessas operações especulativas tinha como objetivo mitigar os efeitos negativos da valorização cambial que incidiam na rentabilidade das exportações. Grandes empresas exportadoras de *commodities* foram atingidas, entre elas a Aracruz, Sadia e Votorantim.

Os efeitos da crise no setor bancário se refletiram na dificuldade de obtenção de fundos no mercado financeiro internacional que, junto com a deterioração das expectativas em função da percepção da gravidade da crise financeira, e somado a situação financeira desfavorável das empresas exportadoras brasileiras devido as perdas das operações com derivativos, foram suficientes para detonar uma crise de liquidez no setor bancário brasileiro e por consequência, uma situação de “empoçamento de liquidez” (PAULA, 2008).

Ressalta-se que o setor bancário passava por um *boom* de crédito desde 2004, no qual a relação crédito total PIB subiu de 22% do PIB em maio de 2003 para 36% em junho de 2008, motivado pela expansão do crédito tanto para pessoas físicas quanto jurídicas. Mesmo com a

diminuição do *spread* bancário médio registrado na época, de 50% no início de 2004 para 33% em julho de 2008, ainda era bastante alto. Essa combinação entre grande volume de crédito com elevados *spreads* bancários proporcionou aos bancos vultosos lucros e receitas na intermediação financeira no período de *boom* do crédito. Esse processo abrangeu tantos os grandes bancos varejistas quanto os pequenos bancos de crédito (PAULA, 2008).

O estado de incerteza que imperou após o início da crise internacional, fez com que essa grande expansão dos financiamentos e o descasamento de prazos que o acompanhava se tornassem fatores de elevação do risco dos bancos em estado de maior alavancagem e exposição a captações no interbancário e junto a fundos de investimentos de grandes empresas. O quadro de incerteza recrudesceria conforme tornava-se públicos os elevados volumes de empréstimos a empresas concedidos em operações casadas com aplicações em mercados futuros de câmbio nas quais as empresas assumiram riscos cambiais. A desvalorização do real implicou em graves prejuízos em parte significativa das empresas brasileiras, levando a quebra de empresas nacionais de porte, como nos setores de celulose, alimentos processados e açúcar e álcool (ALMEIDA, 2008).

Destarte, a crise financeira internacional trouxe consigo uma crise de liquidez, causada pelo “empocamento da liquidez”, havendo fortes indícios de início de uma desaceleração e maior rigidez na concessão de crédito, em parte causada pelo próprio encarecimento do custo do dinheiro para os bancos (mercado interbancário e CDBs).

A combinação de liquidez repesada e contração do crédito têm efeitos mais nocivos aos bancos de pequeno porte que esses se caracterizam por serem menos líquidos, menos alavancados e mais dependentes das operações de crédito para sobreviverem, podendo sofrer com uma crise de insolvência. Os grandes bancos varejistas, no entanto, têm um *funding* (depósitos a vista, depósitos a prazo etc.), portfólio e receitas mais diversificadas, assim estão bem capitalizados e têm maior liquidez. Além disso, possuem uma parte considerável de seu portfólio aplicado em títulos e aplicações interfinanceiras (aproximadamente 35% do ativo total dos 10 maiores bancos em julho de 2008), no qual preponderam os títulos públicos indexados à taxa Selic ou a taxa de inflação. Os bancos, nesses casos, exercem pressão sobre o governo para emitirem mais títulos indexados em relação aos títulos pré-fixados. Em suma, os grandes bancos varejistas contraem o crédito, tornam-se mais criteriosos na concessão de empréstimos, aumentam o *turn-over* do seu ativo (com redução no prazo médio dos seus empréstimos) e ainda obtém vantagens sobre suas aplicações em títulos públicos (ao proporcionar aos bancos um *hedge* contra elevações nas taxas de juros) o que caracteriza um comportamento típico de sua maior preferência pela liquidez (PAULA, 2008).

Dadas as condições desfavoráveis no plano internacional, não se podia contar com os potenciais compradores estrangeiros e considerando o suporte financeiro redobrado dispendido pela agência brasileira de financiamento, o BNDES, os grandes grupos nacionais se constituíram como o principal instrumento de absorção das empresas em crises. Como se verá na próxima seção (4.2.2) o governo sancionaria medidas de aumento da liquidez na economia, impedindo que se suscitasse uma corrida bancária ou incerteza sobre a situação de liquidez dos bancos brasileiros.

4.2.2 A Crise Financeira Brasileira: Uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira de Minsky

A economia brasileira, acometida pela crise internacional, sofreu os efeitos de uma rápida e desordenada desvalorização cambial. Nesse processo, o setor produtivo, em especial as empresas exportadoras, contabilizaram graves prejuízos em função do câmbio desvalorizado. Isso pode ser explicado pelas operações de *forward target*, realizadas em excesso pelas empresas de exportação brasileiras. Essas operações funcionavam da seguinte maneira: realizava-se uma dupla aposta na apreciação cambial, na primeira aposta, as empresas venderam dólar aos bancos através de instrumento denominado *forward*, ou seja, as empresas executaram uma operação clássica de venda de dólar no mercado a termo, apostando na apreciação cambial com o intuito de ganhar os juros da operação, auferindo assim uma receita financeira. Outra possibilidade consiste nas operações de *swap* cambial reverso, efetuadas pelos Banco Central e que garantem às empresas um cupom cambial caso se verifique que o dólar se desvalorizou (OREIRO E BASÍLIO, 2008).

A realização dessas operações não configura em si risco de exposição cambial caso estejam casadas com a receita em dólar proveniente das exportações. Nas operações de *forward target*, no entanto, uma segunda operação sucede a venda a termo. As empresas efetuam novamente a venda de dólar para os bancos no mercado futuro, mediante a venda de opções de compra a descoberto, assim confere-se aos bancos o direito de comprar dólar no mercado futuro a um preço pré-determinado. Diante dessa explanação é possível entender como as empresas exportadoras mantiveram-se vivas mesmo sob uma condição de uma aguda apreciação cambial no período de 2005 a 2007. Por meio dessas operações, as empresas estavam compensando as perdas operacionais com as receitas financeiras, favorecidas pelo contexto favorável no mercado doméstico e pela anuência do governo em garantir que a moeda não sofreria uma forte depreciação. Apesar de estarem conscientes da grande exposição cambial a que estavam

submetidas, as empresas não esperavam que a cotação ultrapassasse o *target* (alvo) (OREIRO E BASÍLIO, 2008).

Conforme pressupõe a hipótese de fragilidade financeira descrita por Minsky (1992), no crescimento liderado pelas finanças, a acumulação de riqueza não se restringe apenas a expansão do estoque de capital produtivo, mas também a acumulação de uma cesta diversificada de ativos, de maneira a combinar os rendimentos do capital produtivos e do financeiro. Isso resulta na redução da taxa de crescimento da renda agregada e da produção, visto que o aumento da riqueza agregada será proveniente da maior acumulação de ativos financeiros. Os ativos financeiros, aos satisfazerem os critérios de alta rentabilidade e liquidez, reduzem a incerteza em relação a acumulação de capital em ativos fixos.

A partir dessa explicitação, depreende-se que a economia brasileira não está imune aos efeitos da crise financeira internacional, haja vista a fragilidade financeira do setor produtivo em função da grande exposição a instrumentos de derivativos de câmbio. Ao tentarem defender sua margem de lucro diante da contínua apreciação cambial que se sucedia, visto que suas receitas operacionais estavam em queda, as empresas substituíram receita operacional por receita financeira. Outro fator que agravou esta exposição foi otimismo generalizado do mercado que contou com a sanção do Governo Federal. Para Oreiro e Basílio (p. 68, 2008):

Foi sob este contexto que as empresas reduziam as suas margens de segurança e, sob este enfoque, afirmamos que o mito da blindagem desconsiderou a fragilidade do setor privado não-financeiro. A crise brasileira é endógena, fruto da crescente fragilidade financeira do setor privado e decorrente da exposição ao risco cambial. O gatilho, é verdade, foi exógeno, oriundo do recrudescimento da crise internacional.

Estima-se que os prejuízos provenientes das operações com derivativos cambiais superaram os 50 bilhões de dólares, o que resultou num aumento considerável do risco de crédito das empresas do setor produtivo. Somado a isso, o clima de incerteza gerado pela crise financeira internacional implicou em uma substancial redução do crédito por parte dos bancos nacionais, principalmente no que concerne ao financiamento do capital de giro das empresas (OREIRO E BASÍLIO, 2008).

Sob a ótica de hipótese de fragilidade financeira, as decisões sobre grandes volumes de recursos financeiros com longo período de maturação dependem, sobretudo, das decisões tomadas pelo setor financeiro em relação a expansão do financiamento para suprir a demanda por bens de capital ou reverter o peso acumulado das dívidas. Disso resulta que, num cenário de incerteza, a oferta de novos empréstimos sofrerá redução e as taxas de juros irão elevar-se (MINSKY, 1992).

4.2.3 A resposta do Brasil diante da crise de 2008

No tocante a propagação dos efeitos da crise financeira no Brasil, algumas condições contribuíram para amortecê-los, como a baixa vulnerabilidade externa que o país gozava devido a robusta acumulação de reservas, a solidez das contas públicas e do endividamento do setor público e a incolumidade das instituições financeiras em relação aos ativos tóxicos da crise hipotecária dos *subprimes*. Aliado a esses fatores, a aplicação de políticas anticíclicas pelo poder público também foi fundamental na contenção dos efeitos da crise (PAULA, 2008).

Em relação ao esforço fiscal despendido, o Brasil, na contramão dos outros países de economia desenvolvida e em desenvolvimento, restringiu-se a 1% do PIB, via renúncia de impostos do governo federal na compra de bens duráveis como automóveis, materiais de construção, linha branca e móveis, e atrasos de recebimentos, que conferiram ao governo o papel de financiador de última instância a serviço de empresas que tinham problemas na obtenção de crédito (ALMEIDA, 2010).

Acerca da taxa de juros, sua redução aconteceu apenas em janeiro de 2009, sendo que o agravamento da crise externa se evidenciou em setembro de 2008. A taxa Selic foi reduzida de 13,75% para 8,75% ao ano entre os meses de janeiro e julho de 2009. Considerando a demora da queda dos juros e que seus efeitos sobre a economia real não são imediatos, a política de juros interferiu na recuperação da economia quando está já estava em curso, não se constituindo um instrumento primário de reativação econômica (ALMEIDA, 2010).

Medidas de aumento de liquidez foram estabelecidas pelo governo entre o final de 2008 e começo de 2009, com a liberação de R\$ 100 bilhões que antes eram recolhidos pelos bancos compulsoriamente ao Banco Central. Conjugada a essa política, as instituições públicas adquiriram participações e compraram carteiras de crédito de bancos em dificuldades, o que obistou a eclosão de um cenário preocupante de corrida bancária ou de ceticismo em relação a liquidez dos bancos nacionais. O suporte financeiro do BNDES contribuiu ainda para que empresas nacionais comprassem empresas no exterior e para o financiamento de absorções ou associações entre as empresas nacionais. Assim, surgiram da crise grandes grupos nacionais com poderio financeiro (ALMEIDA, 2010).

Nesse contexto, as medidas deflagradas pelo governo, atinente a liquidez e política bancária, tiveram o condão de impedir uma crise de liquidez e seus efeitos deletérios de escassez de crédito na economia.

Nota-se a dimensão da ampliação do crédito dos bancos públicos que, no início da crise, era aproximadamente de 35% do crédito total, subindo para 41% em fevereiro de 2010. Essa

ampliação foi importante para compensar a contração de financiamento pelos bancos privados, impedindo, dessa forma, que uma crise de crédito se estabelecesse e, por conseguinte, uma onda de falência de empresas e de liquidação de ativos (ALMEIDA, 2010).

A manutenção pelo governo das políticas que já vigoravam antes da crise teve papel determinante na preservação de certo nível de gasto e de crédito na economia durante o período de crise. Os vultosos investimentos da Petrobrás e os demais programas do PAC foram mantidos e ampliados. Como resposta diante da redução do investimento privado, o PAC constituiu-se um importante instrumento anticíclico no decorrer do ano de 2009. Apesar da crise, os investimentos da União e da Petrobrás permaneceram em crescimento, alcançando 1,0 e 1,6% do PIB em 2009, respectivamente (BARBOSA E SOUZA, 2010).

Foram mantidas, ainda, as políticas de desonerações tributárias e o cronograma de ajustes salariais e contratações para o serviço público. Em relação a primeira, o objetivo consistia no estímulo ao crescimento e ao investimento, atuando no aumento na renda disponível das empresas, num contexto de restrição de crédito e do lucro. A segunda política garantiu de forma complementar a sustentação da demanda agregada (BARBOSA E SOUZA, 2010).

Outros programas de relevância foram criados, com destaque ao “Minha Casa, Minha Vida”, na área de habitação popular. Na área de investimento, o “Programa de Sustentação do Investimento” (PSI) foi uma política de crédito, com algum impacto sobre o investimento corrente voltado a aquisição de máquinas e equipamentos. O programa previa a redução da taxa de juros para 4,5% dos financiamentos do BNDES destinados a compra de bens de capital, isso fez com que a taxa real de juros dos financiamentos fosse praticamente nula de parte relevante do investimento nacional (ALMEIDA, 2010). No campo social, políticas de mitigação da desigualdade social foram mantidas, a saber, a ampliação e reajuste de transferências para famílias pobres por meio do programa “Bolsa Família” e a concessão de aumento do salário mínimo.

Em relação as transferências de renda, o governo Lula, a partir de 2003, vinha direcionando recursos em maior volume para este fim, tendo como destino as famílias mais pobres. Isso criou um estabilizador automático, prevenindo a ocorrência de flutuações excessivas na renda disponível das famílias. A despeito da crise financeira internacional, essa política foi mantida, inclusive as transferências programadas para 2009. Como resultado dessas medidas, teve-se um crescimento adicional as transferências de rendas as famílias, alcançando 9,3% do PIB em 2009, o que representa um acréscimo de 0,7 pp do PIB na renda disponível

das famílias. Essa política permitiu que se sustentasse a demanda doméstica, principalmente no tocante ao consumo das famílias (BARBOSA E SOUZA, 2010).

Sobre a política de aumentos reais no salário mínimo, verifica-se que os aumentos começaram a partir de 2006, e não cessaram com a incidência da crise internacional, mantendo-se os percentuais de aumento nominal programados para 2009, de 12%. O resultado foi um aumento das transferências de renda através da previdência social e de seguro desemprego (BARBOSA E SOUZA, 2010).

O direcionamento do crédito também foi mantido, a exemplo do sistema que vincula a captação da caderneta de poupança que teve um considerável aumento no ano da crise com o financiamento de moradias, amortecendo a queda no setor de construção habitacional. Esse conjunto de medidas, conjugadas a outras políticas de ampliação do seguro desemprego, o governo conseguiu manter o elevado nível de gasto público sobre o PIB, ampliar o investimento público e o impacto do gasto por ele induzido na economia (ALMEIDA, 2010).

Conforme Almeida (2010), a sustentação do gasto público teve efeitos importantes ao evitar que a crise se espraiasse para outros setores da economia, como foi o caso do setor de serviços, responsável por 60% do PIB e grande empregador, foi pouco afetado pela crise. A crise, no entanto, permeou com mais gravidade os setores da indústria e agropecuária, devido a ampla e grave crise de confiança gerada pela crise internacional e as mudanças por elas desencadeadas em relação as decisões de longo prazo, na disponibilidade do crédito e no comércio exterior. A retração no setor agropecuário foi de 5,2% e na indústria de 5,5%, em contraste com o setor de serviços que sustentou um crescimento de 2,6%. O gasto público, ao preservar o emprego no setor de serviços, conseguiu proteger a atividade em setores produtores de alimentos e de bens industriais básicos para a população, embora isso não ter impedido a demissão massiva de trabalhadores formais no setor industrial e agropecuário, entre outubro e março de 2009, que atingiu mais de 600 mil pessoas.

Portanto, ao impedir a ascensão do desemprego, o governo evitou que a inadimplência do crédito familiar aumentasse. Junto à disposição dos bancos em ampliar a concessão de crédito pessoal ao consumidor, gerou-se uma reação competitiva de parte do segmento privado, impulsionando uma retomada do crédito para pessoas físicas em meados de 2009. O mesmo ocorreria em relação ao crédito direcionado as empresas (ALMEIDA, 2010).

Em síntese, a manutenção e o aumento do nível do investimento e do gasto público, aliado à ampliação do crédito no curso da crise, constituíram-se ingredientes determinantes para o êxito do Brasil diante da crise internacional.

4.2.4 A importância dos bancos públicos diante dos efeitos da crise de 2008 no Brasil

A história do sistema financeiro do Brasil é marcada pela importância do papel dos bancos públicos. Apesar do neoliberalismo que permeou o país de forma profunda na década de 1990, caracterizado por um amplo processo de privatizações, que atingiu inclusive o sistema financeiro (bancos de propriedade estadual), um conjunto importante de instituições financeiras públicas se mantiveram, sob controle do governo federal. Tais instituições exerceram papel fundamental no combate eficaz da crise financeira internacional de 2008, detendo, em dezembro de 2009, 39,9% dos ativos do sistema financeiro e eram responsáveis por 43,5% de seu volume de crédito (MENDONÇA E DEOS, 2010).

O ambiente de incerteza que imperava na economia oriunda dos impactos da crise financeira internacional resultou, ao fim de 2008, numa crise de liquidez no sistema financeiro do Brasil. Os bancos privados, cujo comportamento orientava-se fortemente pela preferência a liquidez, fez com que o mercado de crédito paralisasse, cessando de forma abrupta o ciclo de expansão de crédito, em vigor desde 2003. Como resultado, houve o arrefecimento do nível de atividade econômica brasileira no último trimestre de 2008. Observou-se ainda, queda nas linhas externas de financiamento destinadas ao comércio externo e uma elevação nos níveis de inadimplência. Os bancos de pequeno e médio porte, se depararam com severos problemas de liquidez, fruto de perdas de depósitos e da contração da oferta de recursos no mercado interbancário, constituindo-se um cenário de “empoçamento de liquidez”, concentrada nas grandes instituições. (MENDONÇA E DEOS, 2010).

Para Carvalho, *et al*, 2010, as perdas de grandes empresas oriunda de operações com derivativos cambiais, a depreciação da taxa de câmbio decorrente do ambiente de incerteza e de “fuga para a qualidade” contribuíram para a intensificação da instabilidade e para uma postura mais conservadora dos bancos privados no que concerne aos critérios exigidos para a concessão de crédito.

Diante da retração dos grandes bancos privados e uma acentuada contração da oferta de crédito para o público, veio à tona o problema da atuação dos bancos comerciais privados como desestabilizadores endógenos, exigindo a intervenção do Banco Central como emprestador de última instância, além da participação das instituições financeiras públicas (CARVALHO, *et al*, 2010).

Os bancos públicos exerceram papel determinante na mitigação dos impactos da crise financeira internacional no Brasil. O caráter de banco comercial dos bancos públicos federais permitiu que estes direcionassem recursos volumosos a fim de sustentar a liquidez do mercado

interbancário, bem como para expandir o crédito para o público. A capacidade dessas instituições implicou, ainda, na redução da necessidade de atuação do Banco Central como prestador de última instância (CARVALHO, *et al*, 2010; VASCONCELOS, *et al*, 2018).

Assim, as autoridades governamentais – representadas essencialmente pelo Banco Central - com o escopo de combater a elevada fragilidade marcada pela possibilidade de risco sistêmico, sancionaram medidas que consistiam em políticas de crédito e financeiras, a saber: a diminuição dos depósitos compulsórios; a permissão de diminuições de depósitos compulsórios de grandes bancos, na condição de que os recursos sejam destinados a compra de carteiras de crédito de pequenos e médios bancos, em particular daqueles que apresentem problemas de liquidez. Acerca da política macroeconômica, o Comitê de Política Monetária (Copom) executou cortes na taxa de juros de curto prazo (*over selic*), que resultou num corte de 5 pontos percentuais no período de nove meses (de 13,75% em outubro de 2008 para 8,75% em julho de 2009) (MENDONÇA E DEOS, 2010).

Considerando as políticas de enfrentamento da crise sob uma perspectiva mais ampla, destaca-se o papel dos bancos públicos federais. A relevância da atuação dessas instituições se expressam no aumento de sua participação no total de crédito do sistema, passando de 33,7% em setembro de 2008 para 43,5% em dezembro de 2009. É válido salientar que, apesar da intensa ampliação do crédito, as instituições públicas sustentaram boas taxas de rentabilidade e eficiência, bem como índices de inadimplência. (MENDONÇA E DEOS, 2010).

No que concerne à atuação do Banco do Brasil, esta ocorreu por duas frentes distintas. De um lado, a concessão de crédito para consumidores e empresas foi ampliado, com ênfase nos setores de comércio exterior e crédito rural, abrandando os efeitos da contração de crédito realizada pelos bancos privados. De outro lado, a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias foi intensificada, de acordo com a política estabelecida pelo Banco Central. Outra ação empreendida foi a aquisição ou finalização do processo de aquisição de três bancos estaduais, o Nossa Caixa Nosso Banco, Banco Estadual de Santa Catarina e Banco do Piauí, além da compra de uma grande participação do Banco Votorantim. Em relação a outra frente, o Banco do Brasil estabeleceu cortes nas taxas de juros (*spreads*) de variadas modalidades de empréstimos. O resultado dessas políticas é observado no crescimento da participação do Banco do Brasil no mercado de crédito, que subiu de 17,8% em setembro de 2008 para 21,2% em dezembro de 2009, bem como no crescimento de sua carteira de crédito, cerca de 50% nesse mesmo período (MENDONÇA E DEOS, 2010).

Outra instituição fundamental foi a Caixa Econômica Federal (CEF), que historicamente atua no financiamento habitacional, do saneamento básico e da infraestrutura urbana. No

tocante ao enfrentamento dos efeitos da crise, essa instituição atuou na expansão das operações de crédito, sobretudo o habitacional e nos cortes das taxas de juros (*spreads*) dessas respectivas operações. A Caixa Econômica Federal é responsável por 70,0% de todo o crédito habitacional no País, sendo que quando se considera apenas tomadores de baixa, a participação beira os 100,0%. O aumento da participação da CEF no total do crédito do sistema foi de 6,6% em setembro de 2008 para 9,5% em dezembro de 2009, depois de apresentar um crescimento de 79,8% de sua carteira de crédito. (MENDONÇA E DEOS, 2010).⁹ Acerca da importância das instituições públicas na contenção dos efeitos da crise internacional, Carvalho, *et al*, (p. 70, 2008) assinala:

O aumento da participação do sistema financeiro público no estoque total de crédito do sistema financeiro nacional no contexto da crise global constituiu condição indispensável para atenuar os efeitos macroeconômicos adversos causados pelo comportamento tipicamente pró-cíclico assumido pelos bancos privados nos contextos de retração dos negócios e/ou alta incerteza. A existência de instituições financeiras públicas sólidas e, por conseguinte, capazes de assumir um comportamento anticíclico ao longo das fases de expansão e de retração dos negócios constitui condição fundamental para o bom funcionamento da economia.

Observa-se, portanto, a partir da atuação essencial dos bancos públicos brasileiros perante a crise global, a importância do aparato teórico keynesiano na compreensão do papel dos bancos num contexto de economias capitalistas, particularmente em fases de instabilidade.

4.3 ANÁLISE COMPARATIVA DAS CRISES DE 1930 E 2008 NO CASO DO BRASIL

Em 1929, no início da crise, as reservas metálicas acumuladas pelo governo – devido à grande afluência de capital privado e empréstimos para financiamento do café que levaram, inclusive, o governo a adotar uma política de conversibilidade – se esauriram, resultando numa depreciação drástica da moeda.

A possibilidade de conversão que se instaurou no período, impediu que a queda do mil-réis fosse muito mais brusca e que se estabelecesse de imediato uma taxa sobre a exportação de capitais. A implementação dessa taxa ocorreu, mas apenas depois que as reservas se esgotaram.

A despeito disso, o setor exportador foi favorecido pela desvalorização, mitigando os efeitos da queda do preço do café no mercado internacional. As desvalorizações cambiais também se configuraram um instrumento empregado pelo governo para defesa do café (FURTADO, 1998).

⁹ Vasconcelos et al (2018) analisam o papel contracíclico desses bancos, no pós-crise, e as questões de alavancagem de sua carteira, incluindo possíveis riscos decorrentes dessa estratégia.

Em 2008, o Brasil também acumulara um volume expressivo de reservas de divisas, favorecido pelo ciclo de liquidez internacional a partir de 2003, que serviram para amortecer os efeitos da diminuição de ingressos de capitais externos ou de saída de recursos. Essas reservas ajudam não só a prevenir uma crise no balanço de pagamento como aumentam a confiança dos agentes no país, que sinaliza estar “protegido” dos imprevistos externos (FARHI, *et al*, 2018).

No tocante aos gastos do governo no estímulo da demanda agregada, em 1930, o Estado, ao intervir no mercado assegurando os preços mínimos de compra e garantir a renda dos exportadores, preservou o nível de emprego do setor exportador e indiretamente, dos setores produtores ligados ao mercado interno (FURTADO, 1998).

Em relação a 2008, o governo lançou mão de uma ampla gama de medidas para o estímulo da demanda agregada. Ao manter e ampliar políticas de mitigação da desigualdade social, tais como os programas de transferências de renda às famílias mais pobres e aumento do salário mínimo, aliadas a outras medidas de ajustes salariais e contratações para o serviço público e facilidade ao crédito a pessoas físicas, pôde sustentar a demanda doméstica, principalmente no tocante ao consumo das famílias (BARBOSA E SOUZA, 2010).

A sustentação do gasto público a partir de 2008 foi capaz de evitar a amplificação da crise para outros setores da economia. Nesse sentido, conseguiu-se preservar o emprego no setor de serviços, e assim amenizar os efeitos da crise sobre a atividade em setores produtores de alimentos e de bens industriais básicos para a população (industrial e agropecuário) (ALMEIDA, 2010). Os investimentos da Petrobrás e os demais programas do PAC também tiveram papel determinante na preservação de certo nível de gasto e de crédito na economia durante o período de crise.

A diferença entre as políticas deflagradas pelos governos é que a primeira atuou diretamente na oferta, via sustentação de preços do café, tendo como reflexo a diminuição dos efeitos multiplicadores do desemprego nos demais setores da economia, à medida que os rendimentos do setor agroexportador foram preservados (FURTADO, 2008). Em 2008 as políticas atuaram diretamente no estímulo da demanda. Apesar do direcionamento distinto dado a cada política, um do lado da oferta e outro da demanda, ambas foram capazes de conter os efeitos da crise impedindo que se espalhasse para outros setores da economia.

Destaca-se também, as medidas de expansão de crédito em ambos os governos. Até o final de 1933, o governo brasileiro através do CNC e DNC destruiu cerca de 26 milhões de sacas, dispendendo o montante 1.728.867.334 mil réis, financiada exclusivamente pela expansão do crédito. Tal expansão se deu, principalmente, por meio da instituição de novos impostos e recursos do Banco do Brasil e do Tesouro Nacional. Diante do exposto, depreende-

se que houve um grande déficit orçamentário que contribuía, significativamente, para a recuperação da economia nacional (PELÁEZ, 1968).

Em 2008, as medidas de aumento de liquidez se deram via liberação de recursos (R\$ 100 bilhões) antes recolhidos pelos bancos compulsoriamente ao Banco Central. Conjugada a essa política, as instituições públicas adquiriram participações e compraram carteiras de crédito de bancos em dificuldades, impediu uma crise de liquidez e seus efeitos da escassez de crédito na economia. Houve a ampliação expressiva do crédito dos bancos públicos que, no início da crise, era aproximadamente de 35% do crédito total, subindo para 41% em fevereiro de 2010, compensando a contração de financiamento pelos bancos privados, impedindo, dessa forma, que uma crise de crédito se instalasse (ALMEIDA, 2010).

Percebe-se o cenário em que o banco público ocupava em 1930, incumbido de assumir um grande ônus no afã de manter o país funcionando, por meio do fornecimento de sobrevida ao principal artigo da pauta de exportação e motor da economia como um todo (SAYED, 2014).

Em contraste, o Brasil da crise de 2008 exhibe uma economia caracterizada por maior diversificação e com mais resistente face aos choques externos e, com efeitos em grau muito menor se comparado a outros países do mundo, como os Estados Unidos e Europa. A economia brasileira passa a apresentar, também, mercados bancário e de capitais muito mais estruturados (SAYED, 2014).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou analisar comparativamente os efeitos da Grande Depressão e da crise hipotecária dos *subprimes* sobre o Brasil, destacando as políticas econômicas adotadas pelo país no enfrentamento das crises. Para tal fim, utilizou-se o aparato teórico keynesiano e pós-keynesiano, a fim de explicitar a anatomia das crises de forma genérica, perpassando as crises financeiras de 1930 e 2008 e suas especificidades, bem como investigar as suas origens e seus efeitos globais. Por fim, analisou-se a repercussão das referidas crises no Brasil, com ênfase na atuação do governo na implementação de medidas de enfrentamento dos efeitos das crises, com o objetivo de observar se houve algum progresso na capacidade do país de se blindar diante de eventos externos.

Diante do exposto, infere-se que embora a política cafeeira tenha obtido êxito ao evitar uma crise profunda como os outros países experimentaram durante a Grande Depressão, a própria estrutura econômica caracterizada pelo setor agroexportador e dele dependente constituía-se um limite à atuação das políticas econômicas. Diante da queda do preço internacional dos produtos agrícolas e da expansão crescente das colheitas que agravava ainda mais essa queda, era necessário que o Estado intervisse. A baixa elasticidade da procura em relação aos preços tornava a política de desvalorização cambial pouco eficaz, além de que o aumento das exportações por ela estimulada exigia novas desvalorizações, visto que os lucros de exportação eram canalizados para o próprio cultivo de café, aumento da produtividade e reduzindo seus preços.

Para preservar o nível de emprego e renda fazia-se necessário impedir que o principal motor da economia não emperrasse, e isso expressou-se na intervenção do governo na retenção e queima de estoques de café com vistas à defesa do preço internacional desse artigo, financiado por meio da expansão do crédito. Destaca-se o papel central do Banco do Brasil e o Tesouro Nacional na viabilização dessa política, assumindo grande parte do ônus do financiamento de sua execução.

Para Furtado (1998) a política de defesa do setor cafeeiro cumpriu o papel de verdadeira política de estímulo da renda nacional. O Brasil teria, de forma não intencional, implementado uma política anticíclica de proporções intensas, que não se verificaram em outros países industrializados.

Assim, as políticas brasileiras deflagradas na Grande Depressão permitiram a sustentação do nível de renda nominal e do produto, antecipando as proposições de políticas anticíclicas de Keynes (FONSECA, 2010).

O que se pode verificar em relação a crise de 2008, é que as políticas de combate aos efeitos da crise foram muito mais amplas, contemplando programas na área de investimento, crédito e incentivo ao consumo das famílias. Além disso, em relação a 1930, os mercados de capitais e bancário tomaram corpo.

Ressalta-se que muitas das políticas que evitaram o recrudesimento da crise econômica já existiam – programas de investimento do PAC e Petrobrás, medidas de estímulo ao consumo como as transferências para famílias de baixa renda e aumento de salários mínimo, para citar algumas – porém foram mantidas e às vezes ampliadas. Portanto, alguns mecanismos “anticíclicos” já estavam em vigor quando a crise veio à tona. Além disso, novas medidas foram criadas, a exemplo dos programas de habitação popular e políticas de crédito via bancos públicos. (BARBOSA E SOUZA, 2010). O Brasil dispunha, ainda, de instituições financeiras públicas sólidas e com capacidade de desempenhar um papel anticíclico no decorrer das fases de expansão e de retração dos negócios, o que se mostrou uma condição essencial para o manter a economia em funcionamento (CARVALHO, *et al*, 2008).

Percebe-se, neste contexto, que o Brasil da crise de 2008 exibe uma economia caracterizada por maior diversificação e com mais resistência face aos choques externos, e que já dispunha de programas de investimentos e de estímulo ao consumo das famílias, que mantidos e ampliados tiveram papel determinante na preservação de gasto e de crédito na economia no período da crise. A solidez do sistema financeiro público e o aumento da sua participação no fornecimento de crédito também foi fundamental, evitando que se deflagra-se uma crise de liquidez e seus efeitos perniciosos sobre a economia (ALMEIDA, 2010). Parece, portanto, que a economia em 2008 dispunha de mais instrumentos de controle da crise e apresentava fundamentos mais sólidos do que em 1930, e que parte considerável das políticas “anticíclicas” almejaram não só o consumo de massas e seu investimento derivado, mas também a superação da restrita inclusão econômica, fator atribuído como principal entrave a sustentação do desenvolvimento (ERBER, 2011).

6 REFERÊNCIAS

- ABREU, M.P. Crise, Crescimento e Modernização Autoritária: 1930-1945. Rio de Janeiro, 1989. Disponível em https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4128559/mod_resource/content/1/Texto%2016%20-%20Crise%2C%20crescimento%20e%20moderniza%C3%A7%C3%A3o%20autorit%C3%A1ria.pdf Acesso em 08 de nov. 2018.
- ALMEIDA, J.G. Como o Brasil superou a crise. 2010. Disponível em <file:///C:/Users/User/Downloads/DOSSIE-DA-CRISE-II%20(4).pdf> Acesso em 06 de nov. 2018.
- BARBOSA, N.; SOUZA, J.A.P. A inflexão do governo lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. 2010. Disponível em <https://nodocuments.files.wordpress.com/2010/03/barbosa-nelson-souza-jose-antonio-pereira-de-a-inflexao-do-governo-lula-politica-economica-crescimento-e-distribuicao-de-renda.pdf> Acesso em 10 de nov. 2018.
- BASTOS, C.P.; MATTOS, F.A.M. Crise subprime nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego. Revista Tempo do Mundo, v. 3, n. 2, Abr./2011. Disponível em <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6213/1/RTM_v3_n2_Subprime.pdf> Acesso em: 06 de nov. 2018
- BERNANKE, B.S. Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression, 1983. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w1054.pdf>. Acesso em 17 de nov. de 2018
- BLANCHARD, O. Macroeconomia: teoria e política econômica. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- BRESSER-PEIREIRA, L.C. Crise e Recuperação da Confiança. Disponível em: <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em: 02 nov. 2018.
- CARVALHO, Fernando Cardim. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. Disponível em <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em: 03 nov. 2018.
- CARVALHO, C.E.; OLIVEIRA, C.G.; TEPASSÊ, A.C. A Relevância da Atuação dos Bancos Públicos Federais Brasileiros diante dos Impactos da Crise Financeira Internacional. Dossiê da Crise. 2010. Disponível em <file:///C:/Users/User/Downloads/DOSSIE-DA-CRISE-II%20(4).pdf> Acesso em 10 de nov. 2018
- CURVO, R.M.C. Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008). Rio de Janeiro, 2011.
- DYMSKY, G.A. Quatro Crises do Sistema Mundial e o Futuro do “Novo Brasil”. 2010. Disponível em <file:///C:/Users/User/Downloads/DOSSIE-DA-CRISE-II%20(3).pdf> Acesso em: 04/11/2018
- ERBER, F.S. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. Rev. Econ. Polit. vol.31 no.1 São Paulo Mar. 2011. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572011000100002> Acesso em 19 de nov. 2018
- FARHI, M.; PRATES, D.M.; ABOUCHEDID, S. Derivativos de câmbio e relação banco Central-Tesouro: o caso do brasil. 2018 Disponível em: <https://associacaokeynesianabrasileira.files.wordpress.com/2018/07/dossic3aa-v-o-brasil-pc3b3s-recessc3a3o-das-origens-da-crise-c3a0s-perspectivas-e-desafios-futuros1.pdf> Acesso em 18 de nov. 2018

FARHI, M. Double Dip: A recuperação econômica em questão. 2010. Disponível em <file:///C:/Users/User/Downloads/DOSSIE-DA-CRISE-II%20(3).pdf> Acesso em: 04 nov. 2018.

FEIJÓ, C.; CORRÊA, M.F.; LEMOS, P.M. O ciclo econômico recente da economia brasileira: uma interpretação minskyana. 2018 Disponível em <<https://associacaokeynesianabrasileira.files.wordpress.com/2018/07/dossic3aa-v-o-brasil-pc3b3s-recessc3a3o-das-origens-da-crise-c3a0s-perspectivas-e-desafios-futuros1.pdf>> Acesso em 06 de nov. 2018

FILHO, F.F.; PAULA, L.F. Desdobramento da crise financeira global. Revista Economia Política, São Paulo, v.31, n.2, abr./jun. 2011.

FISHER, Irving. (1932). Booms & Depressions: some first principles. New York: Adelphi Company, 260 p.

FISHER, Irving. (1933). The Debt Deflation Theory of Great Depressions. Econometrica, (1), 1993, pp. 337-57.

FONSECA, P.C.D. A Revolução de 1930 e a Economia Brasileira. 2010. Disponível em <http://professor.ufrgs.br/pedrofonseca/files/fonseca_p._a_revolucao_de_1930_e_a_economia_brasileira.pdf> Acesso em 17 de nov. 2018

FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. A monetary history of the United States. 1867-1960. Princeton: Princeton University Press, 1963.

FURTADO, C. Formação Econômica do Brasil. Companhia Editora Nacional. Companhia Editora Nacional, ed. 32, 2005. Disponível em: <http://www.afoiceeomartelo.com.br/posfsa/autores/Furtado,%20Celso/Celso%20Furtado%20-%20Forma%C3%A7%C3%A3o%20Econ%C3%B4mica%20do%20Brasil.pdf> Acesso em 17 de nov. 2018

GALBRAITH, J.K. 1929 O Colapso da Bolsa. São Paulo, Pioneira, 1988.

GALBRAITH, J.K. O pensamento Econômico em Perspectiva: Uma História Crítica. São Paulo: Pioneira, 1989.

GALBRAITH, J. K. Uma breve história da euforia financeira. São Paulo, Pioneira, 1992.

GERDES, L. I. (org). The Great Depression. San Diego: Greenhaven Press, 2002.

HERMANN, J. Da Liberalização à Crise Financeira Norte-Americana: a morte anunciada chega ao Paraíso. Disponível em: <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em: 03 nov. 2018.

HOBBSBAWN, E. A era dos extremos: o breve século XX. São Paulo: Cia das Letras, 1995.

KEYNES, J.M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Rio de Janeiro: Atlas, 1992.

KINDLEBERGER, C.P.; ALIBER, R.Z. Manias, Pênicos e Crises. São Paulo: Saraiva, 2013.

KRUGMAN, P. Como os economistas puderam errar tanto?. Econômica, Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, p. 15-35, dezembro 2009

MADUREIRA, E. M. P. Da Grande Depressão ao Welfare State: mudanças no conceito de desenvolvimento econômico. *Thêma et Scientia*, vol. 1, n. 1, jan./jun. 2011.

MAZZUCHELLI, F. Os anos de chumbo: economia e política internacional no entreguerras. Unesp, 2009.

MENDONÇA, A.R.R.; DEOS, S. O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente. Dossiê da Crise. 2010. Disponível em <file:///C:/Users/User/Downloads/DOSSIE-DA-CRISE-II%20(4).pdf> Acesso em 10 de nov. 2018

MINSKY, P. H. The Financial Instability Hypothesis. Working paper n° 74, maio, 1992. Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>>. Acesso em 10 de out. de 2018.

MINSKY, H.P. Estabilizando uma Economia Instável. São Paulo: Novo Século, 2013.

MOLLO, M.L.R. Crise e Deflação de Ativos: por quê?. Disponível em: <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em: 02 nov. 2018.

OREIRO, J.L.C.; BASÍLIO, F.A.C. A Crise Financeira Brasileira: Uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira a la Minsky. 2008. Disponível em <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em 06 de nov. de 2018

PAULA, L.F. Preferência pela Liquidez e a Natureza da “Crise” Brasileira. 2008 Disponível em <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em 06 de nov. 2018

PELÁEZ, C.M. A balança comercial, a grande depressão e a industrialização brasileira. R.B.E. 1968. Disponível em : <file:///C:/Users/User/Downloads/1707-14888-1-PB%20(1).pdf> Acesso em 11 de nov. 2018

RIBEIRO, F. Friedman, monetarismo e keynesianismo: um itinerário pela história do pensamento econômico em meados do século XX. *Revista de Economia Mackenzie*, São Paulo, SP, v. 11, n. 1, jan./abr. 2013.

SAYED, S. Os efeitos das crises financeiras de 1929 e de 2008 no Banco do Brasil S.A. 2014 Disponível em: <file:///C:/Users/User/Downloads/os%20efeitos%20das%20crises%20financeiras%20de%201929%20e%20de%202008%20no%20banco%20do%20brasil%20.pdf> Acesso em 18 de nov. de 2018

SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. Economia do Desenvolvimento – Economia dos Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas. São Paulo: Elsevier Editora, 2008.

SOBREIRA, R. Os Derivativos e a Crise de Crédito. Disponível em: <<http://democraciapopular.org.br/storage/app/media/Entendendo%20a%20recente%20crise%20financeira%20global.pdf>> Acesso em: 02 nov. 2018.

VASCONCELOS, D. S.; KLAUMANN, A. P; IPIRANGA, A.H. Bancos públicos e política anticíclica: uma análise exploratória com indicadores de alavancagem e liquidez da Caixa, Banco do Brasil e BNDES, no período de 2005 a 2014. *Revista Textos de Economia (UFSC)*, v. 21 n. 2, p. 01 – 25, abr/out. 2018.